

В. В. Ковалев

# УПРАВЛЕНИЕ ФИНАНСОВОЙ СТРУКТУРОЙ ФИРМЫ

Учебно-практическое пособие



Электронные версии книг на сайте

**[www.prospekt.org](http://www.prospekt.org)**



• ПРОСПЕКТ •

Москва  
2015

УДК 005.915  
ББК 65.290-93  
К56

Электронные версии книг  
на сайте [www.prospekt.org](http://www.prospekt.org)

**Ковалев Валерий Викторович** — доктор экономических наук, профессор, заведующий кафедрой статистики, учета и аудита экономического факультета Санкт-Петербургского государственного университета, заслуженный деятель науки Российской Федерации. Окончил ЛГУ (1972) по кафедре теории вероятностей и математической статистике и аспирантуру в Ленинградском институте советской торговли (1984) по кафедре статистики. Основные направления научных интересов — учетно-аналитические аспекты управления финансами фирмы и проблемы конвергенции моделей бухгалтерского учета. Автор публикаций в области теории и практики бухгалтерского учета, анализа и финансового менеджмента.

Дополнительную информацию см. на сайтах <http://www.tcfm.ru>, <http://www.econ.pu.ru>

**Ковалев В. В.**

К56 Управление финансовой структурой фирмы : учебно.-практ. пособие. — Москва : Проспект, 2015. — 256 с.

ISBN 978-5-392-16689-3

Книга посвящена одному из важнейших разделов финансового менеджмента – аналитическому обоснованию решений в отношении источников финансирования фирмы. Дано описание логики представления финансовой структуры фирмы в пассиве баланса, различных трактовок капитала, традиционных и новых инструментов, предназначенных для мобилизации капитала. Охарактеризовано понятие стоимости капитала и приведены методики расчета стоимости различных источников. Изложены основания теории структуры капитала, рассмотрена роль дивидендной политики в управлении финансами фирмы. Издание подготовлено по состоянию законодательства на май 2006 г.

Для специалистов, принимающих решения в области управления финансами фирмы, а также студентов, аспирантов и преподавателей экономических вузов.

УДК 005.915  
ББК 65.290-93

*Учебное издание*

**Ковалев Валерий Викторович**

УПРАВЛЕНИЕ ФИНАНСОВОЙ СТРУКТУРОЙ ФИРМЫ

Оригинал-макет подготовлен компанией ООО «Оригинал-макет»

[www.o-maket.ru](http://www.o-maket.ru); тел.: (495) 726-18-84

Санитарно-эпидемиологическое заключение

№ 77.99.60.953.Д.004173.04.09 от 17.04.2009 г.

Подписано в печать 15.08.2014. Формат 60 × 90<sup>1/16</sup>.

Печать цифровая. Печ. л. 16,0. Тираж 50 экз. Заказ №

ООО «Проспект»

111020, г. Москва, ул. Боровая, д. 7, стр. 4.

ISBN 978-5-392-16689-3

© В. В. Ковалев, 2006  
© ООО «Проспект», 2009

Операции, совершаемые в каждом предприятии, имеют целью увеличить первоначально вложенный в дело капитал.

*Е. Е. Сиверс*

## **ВВЕДЕНИЕ**

В условиях рыночной экономики финансовые ресурсы по праву рассматриваются как объект управления первостепенной важности. Здесь подразумеваются в основном два аспекта: инвестиционный (т. е. умение эффективно вложить имеющиеся денежные средства) и источниковый (т. е. умение мобилизовать источники финансирования). В приложении к хозяйствующему субъекту теория и практика управления финансовыми ресурсами решается в рамках самостоятельного научно-практического направления, известного как финансовый менеджмент (синонимы: система управления финансами фирмы, корпоративные финансы).

В содержательном плане финансовый менеджмент имеет несколько крупных взаимосвязанных областей (подробнее см.: [Ковалев, 2006(а)]):

- общий финансовый анализ и планирование, в рамках которых осуществляется формулирование общей финансовой стратегии, конкретизация и взаимоувязка финансовых целевых установок, их формализация и определение способов достижения (ключевой вопрос: *«Благоприятно ли положение предприятия на рынках благ и факторов производства и какие меры способствуют его неухудшению?»*);
- управление инвестиционной деятельностью, понимаемой в широком смысле как инвестиции в так называемые реальные активы и инвестиции в финансовые активы (ключевой вопрос: *«Куда вложить финансовые ресурсы с наибольшей эффективностью?»*);
- управление источниками финансовых ресурсов как область деятельности управленческого аппарата, имеющая целью обеспечение финансовой устойчивости предприятия (ключевой вопрос: *«Откуда взять требуемые финансовые ресурсы?»*);
- управление финансовой деятельностью, обеспечивающее рентабельную работу в среднем (ключевой вопрос: *«Эффективно ли функционирует предприятие в среднем?»*);
- текущее управление денежными средствами, в рамках которого осуществляются финансирование текущей деятельности и организация денежных потоков, имеющие целью обеспечение платежеспособности предприятия и ритмичности текущих платежей (ключевой вопрос: *«Обеспечивают ли денежные потоки ритмичность платежно-расчетной дисциплины?»*).

В данной книге мы сосредоточимся на проблеме управления финансовой структурой фирмы и рассмотрим совокупность источников финансирования ее деятельности, способы представления источников в публичной отчетности, методы мобилизации капитала. Несложно понять, что в силу своей многоаспектности эта тема предполагает обсуждение целого ряда вопросов, в частности: (1) Что такое источник финансирования? (2) Каким образом могут быть классифицированы источники? (3) Какой смысл вкладывается в понятие «финансовая структура фирмы»? (4) Что такое капитал и какое место он занимает в общей совокупности источников финансирования? (5) Какие методы мобилизации капитала находятся в арсенале менеджеров? (6) Как соотносятся между собой понятия «капитал», «стоимость капитала», «стоимость фирмы»? (7) Можно ли оптимизировать финансовую структуру фирмы? (8) Какое место занимает дивидендная политика в системе управления финансами фирмы?

В управлении финансами сочетаются формализованные и неформализованные методы. Это означает, что принятие решения финансового характера не может основываться лишь на инструкциях, предписаниях и формальных расчетах; напротив, подобные решения всегда субъективны по своей сути. Именно поэтому изложение материала в книге преследует целью прежде всего объяснить суть обсуждаемых категорий, критериев и методов, указать на вариабельность в их оценке и применении. Иными словами, несмотря на формальные рекомендации, обусловленные тем или иным критерием, регулятивом или методическим указанием, последнее слово все равно остается за лицом, принимающим решение, который и должен каким-то образом учесть все доступные его пониманию аспекты и обстоятельства.

Еще раз напомним, что управление финансовой структурой фирмы является лишь одним из разделов финансового менеджмента. Поскольку другие разделы, естественно, не менее важны, а, кроме того, все они тесно взаимосвязаны, автор настоятельно рекомендует читателю ознакомиться с их содержанием, в частности, по работам: [Ковалев, 2006(а); Бригхем, Гапенски; Брейли, Майерс]. Кроме того, специфика деятельности финансового менеджера требует определенной бухгалтерской подготовки и навыков в финансовых расчетах. В связи с этим автор считает уместным порекомендовать читателю предварительно ознакомиться с работами в области бухгалтерского учета [Ковалев, 2004; Кутер; Бухгалтерский учет] и финансовых вычислений [Ковалев, Уланов; Уланов].

Замечания и предложения по улучшению книги  
можно присылать в издательство или непосредственно автору  
по адресу [v.kovalev@econ.pu.ru](mailto:v.kovalev@econ.pu.ru).

## Глава 1

### **ФИНАНСОВАЯ СТРУКТУРА ФИРМЫ: СУЩНОСТЬ, ПРЕДСТАВЛЕНИЕ**

После изучения этой главы вы сможете получить представление:

- о фирме как базовой ячейке экономики;
- о положении фирмы в системе рынков;
- об информационном представлении финансовой структуры фирмы;
- об экономическом содержании основных статей источниковой стороны баланса;
- о роли прибыли в системе финансирования деятельности фирмы.

#### **1.1. Фирма (предприятие) в системе экономических отношений**

Фирма является базовой ячейкой любой национальной экономики. Как известно, экономика – это наука о богатстве. Исходными элементами богатства и одновременно факторами его наращивания являются природные ресурсы и человеческий капитал. Целенаправленное, осмысленное и более или менее эффективное использование факторов производства осуществляется путем их объединения в некоторые организационные структуры, как раз и получившие название фирм. Уместно заметить, что в литературе можно видеть множественность наименований базовой экономической ячейки: фирма, компания, предприятие, организация и др. Известны и различные вариации их определения, что влечет за собой некоторую дефинитивную неоднозначность самого понятия «фирма (предприятие)». В частности, одно из весьма примечательных определений принадлежит известному немецкому ученому В. Зомбарту (Werner Sombart, 1863–1941): «Предприятием (в самом широком смысле) мы называем всякое существование дальновидного плана, для проведения которого требуется длительное совместное действие нескольких лиц, подчиненное единой воле» [Зомбарт, с. 58].<sup>1</sup> По Р. Коузу (Ronald Coase, род. 1910) фирма (предприятие) есть «система отношений, возникающих, когда направление ресурсов начинает зависеть от предпринимателя» [Теория фирмы, с. 19].

Несложно заметить, что наиболее распространенным является понимание фирмы (предприятия, компании и др.) как некоего субъекта экономической деятельности, связанного с производством товаров

---

<sup>1</sup> Подробный комментарий к основным компонентам приведенной дефиниции можно найти в упомянутой работе.

или услуг, при этом предприниматель, этот субъект создавший, пытается получить устраивающий его результат (например, прибыль) путем целенаправленного использования привлеченных ресурсов. В принципе фирмы (предприятия) могут создаваться с различными целями, и все же к числу наиболее понятных, объяснимых и оправданных может быть отнесена целевая установка по генерированию предприятием некоего дохода, например в виде превышения над изначально вложенным совокупным объемом ресурсов. Носителем этой установки, а следовательно и инициатором создания предприятия, является предприниматель. Зомбарт раскрывает данное понятие следующим образом: «предприниматель, если хочет иметь успех, должен быть тройким: завоевателем – организатором – торговцем» [Зомбарт, с. 59]. Упомянутые три характеристики предпринимательства могут быть проинтерпретированы следующим образом. Завоевание означает, что предприниматель должен не только обладать решимостью и силой воли для проникновения в новое, неведомое, рисковое, но также уметь преодолевать всевозможные препятствия. Смысл организации – в умении объединить людей (в более общем смысле подразумевается объединение всех требуемых ресурсов), упорядочить и скоординировать их действия наиболее целесообразным и эффективным образом. Торговля означает умение торговаться, вести переговоры, договариваться, в том числе и в отношении операций купли-продажи (т. е. приобретения требуемых ресурсов и сбыта собственной продукции).

В рыночной экономике координация взаимосвязей между фирмами осуществляется рынком, а координация действий внутри фирмы – ее администрацией. Безусловно, неявно предполагается, что рынок и администрация не являются безоговорочными монополистами при определении направлений и масштабов деятельности фирмы, поскольку любой хозяйствующий субъект действует в рамках правового поля, определенного международным и национальным законодательствами, кроме того, многие аспекты деятельности фирмы регулируются ее учредительными документами, обычаями делового мира, этическими нормами.

В российском законодательстве понятие «фирма» не применяется, вместе с тем в сфере бизнеса предусмотрено довольно большое разнообразие организационно-правовых форм. Субъектами гражданских правоотношений выступают физические лица (граждане) и юридические лица. Согласно ст. 48 Гражданского кодекса РФ юридическим лицом признается организация, которая имеет в собственности, хозяйственном ведении или оперативном управлении обособленное имущество, отвечает этим имуществом по своим обязательствам, может от своего имени приобретать и осуществлять имущественные и личные неимущественные права, нести обязанности, быть истцом и ответчи-

ком в суде. Помимо перечисленных признаков юридическое лицо обязано иметь самостоятельный баланс или смету.

*Право собственности* в отношении некоторого имущества представляет собой абсолютное господство собственника над этим имуществом и выражается в совокупном наличии прав владения, пользования и распоряжения им. Право владения – это возможность фактического обладания имуществом. Право пользования – это основанная на законе возможность эксплуатации имущества с целью извлечения полезных свойств, поступлений и доходов, которые будут принадлежать лицу, использующему данное имущество. Право распоряжения состоит в праве определить юридическую судьбу имущества и выражается в том, что собственник может совершать в отношении своего имущества любые действия, не противоречащие законодательству и не нарушающие права других лиц (в частности, отчуждать имущество, сдавать его в аренду, уничтожить его и т. п.). Именно собственник несет риск случайной гибели или случайного повреждения имущества. В триаде прав {*право владения – право пользования – право распоряжения*} именно последнее наиболее существенно и значимо.

Права хозяйственного ведения и оперативного управления относятся только к государственной или муниципальной собственности. Право хозяйственного ведения государственного или муниципального предприятия означает, что предприятие владеет, пользуется и распоряжается закрепленным за ним государственным или муниципальным имуществом в пределах, определяемых в соответствии с Гражданским кодексом РФ. Собственник имущества, находящегося в хозяйственном ведении, принимает решение в отношении создания, реорганизации и ликвидации предприятия, определяет предмет и цели его деятельности, назначает директора, осуществляет контроль за целесообразным использованием и сохранностью имущества и имеет право на получение части прибыли. Таким образом, без согласия собственника предприятие, получившее право хозяйственного ведения с момента передачи ему имущества, не вправе распоряжаться недвижимым имуществом (продавать, сдавать в аренду, отдавать в залог, вносить в качестве вклада в уставный капитал). Остальным имуществом, принадлежащим предприятию (это оборотные активы), оно распоряжается самостоятельно в рамках действующего законодательства и уставных документов. Продукция и доходы от использования имущества, находящегося в хозяйственном ведении, а также имущества, приобретенного им в ходе хозяйственной деятельности, поступают к нему в хозяйственное ведение и не могут стать его собственностью.

Субъектами права оперативного управления выступают: (а) унитарные предприятия, основанные на этом праве (казенные предприятия) и (б) учреждения, т. е. организации, созданные собственниками для осу-

ществления управленческих, социально-культурных или иных функций некоммерческого характера и финансируемая ими полностью или частично). Право оперативного управления значительно уже права хозяйственного ведения; в частности, казенное предприятие или учреждение вправе отчуждать или иным способом распоряжаться закрепленным за ним имуществом лишь с согласия собственника этого имущества, который, кроме того, вправе во внесудебном порядке изъять излишнее, неиспользуемое или используемое не по назначению имущество и распорядиться им. Таким образом, лицо, владеющее государственным или муниципальным имуществом на праве оперативного управления, вправе владеть, пользоваться и распоряжаться им лишь в пределах, очерченных требованиями закона, целями своей деятельности, заданиями собственника и назначением имущества. Порядок распределения полученных казенным предприятием доходов определяется собственником.

Обособленность имущества означает его закрепление за юридическим лицом на одном из трех перечисленных вещных прав. Самостоятельность (или законченность) баланса означает, что в нем отражены все имущество, активы, пассивы, доходы и расходы предприятия. Счета, отражающая поступление и расходование финансовых средств, является формой организации имущественного обособления учреждений, ведущих некоммерческую деятельность.

Юридическое лицо подлежит обязательной государственной регистрации и действует на основании учредительных документов, в качестве которых могут выступать устав (для унитарных предприятий и некоммерческих организаций), либо учредительный договор (для хозяйственных товариществ), либо устав и учредительный договор (для других типов юридических лиц).

В зависимости от цели их создания и деятельности юридические лица подразделяются на две большие группы: коммерческие и некоммерческие организации. Основная цель коммерческой организации – извлечение прибыли с последующим распределением ее среди участников. Целью некоммерческой организации является, как правило, решение социальных задач; при этом, если организация все же ведет предпринимательскую деятельность, то полученная прибыль не распределяется между участниками, а также используется для достижения социальных и иных общественно полезных целей.

Среди коммерческих организаций особое место принадлежит акционерным обществам. Акционерным признается общество, уставный капитал которого разделен на определенное число акций, при этом акционеры не отвечают по обязательствам общества и несут риск убытков, связанных с его деятельностью, лишь в пределах стоимости принадлежащих им акций. Участники общества, не полностью оплатившие акции, несут солидарную ответственность по обязательствам об-



щества в пределах неоплаченной части стоимости принадлежащих им акций. Акционерное общество, участники которого могут отчуждать принадлежащие им акции без согласия других акционеров, признается открытым акционерным обществом (ОАО); в том случае, если акции распределяются только среди участников общества или иного заранее определенного круга лиц, общество признается закрытым акционерным обществом (ЗАО). Если ОАО вправе проводить открытую подписку на выпускаемые им акции, то ЗАО такого права не имеет.

Акционерное общество может быть создано одним лицом или состоять из одного лица в случае приобретения им всех акций общества, однако в качестве такого единственного участника не может выступать другое хозяйственное общество, состоящее из одного лица. Число учредителей ОАО не ограничено; число учредителей ЗАО согласно Федеральному закону «Об акционерных обществах» не может превышать пятидесяти; если этот лимит превышен, закрытое общество должно быть преобразовано в течение года в открытое.

Минимальный размер уставного капитала открытого общества должен составлять не менее тысячекратной суммы МРОТ, установленной федеральным законодательством на дату регистрации общества, а закрытого общества – не менее стократной суммы; эти нормативы имеют существенное значение не только при учреждении предприятия, но и при осуществлении дивидендной политики, а также при оценке возможности реструктурирования источников средств предприятия в случае неудовлетворительного финансового состояния. Открытость ОАО также проявляется и в том, что оно обязано ежегодно публиковать свою бухгалтерскую отчетность; состав публикуемой отчетности, а также порядок этой процедуры регулируются законодательством. В отличие от других видов коммерческих организаций акционерное общество имеет более широкие возможности привлечения средств; в частности, оно обладает правом на выпуск облигаций.

Все коммерческие организации как раз и могут быть обобщенно поименованы термином «предприятие». Дело в том, что согласно ст. 132 Гражданского кодекса РФ предприятие трактуется как имущественный комплекс, используемый для осуществления предпринимательской деятельности. В свою очередь, предпринимательской называется самостоятельная, осуществляемая на свой риск деятельность, направленная на систематическое получение прибыли от пользования имуществом, продажи товаров, выполнения работ или оказания услуг лицами, зарегистрированными в этом качестве в установленном законом порядке (ст. 2 Гражданского кодекса РФ). Таким образом, термины «фирма», «компания», «коммерческая организация», «предприятие» в данной книге трактуются как синонимы.

В зависимости от выбранной организационно-правовой формы предприятия могут создаваться различными способами, различна минимальная величина уставного капитал, неодинаковы способы мобилизации дополнительных ресурсов и гарантии интересов кредиторов. Все эти и другие основные аспекты правового характера следует знать управленческому персоналу, и в том числе финансовым менеджерам; эти аспекты должны учитываться ими в отношении как своего предприятия, так и имеющихся и потенциальных контрагентов. Последнее представляется особенно важным, поскольку любая сделка с контрагентами содержит в себе потенциальный риск утери ресурсов; виды сделок и способы снижения такого риска могут варьировать в зависимости от организационно-правовой формы контрагента.

В западной практике, имеющей, как известно, весьма солидный опыт в организации рыночной экономики, довольно широко распространен подход, согласно которому выделяют три основные организационно-правовые формы: (а) индивидуальное частное предприятие, (б) партнерство, (в) акционерное общество (корпорация). Их значимость для национальной экономики различна, причем, как показывает статистика, ключевая роль без сомнения принадлежит именно акционерным обществам<sup>1</sup>. Так, в США  $\frac{3}{4}$  общего числа фирм являются индивидуальными частными предприятиями (на них приходится около 10% общего объема продаж в стране), около 10% – партнерствами (примерно 4% объема продаж) и менее 20% – корпорациями (свыше 80% совокупного объема продаж) [Экономикс, с. 318–334]. Таким образом, наиболее существенна для экономики корпорация, а основными преимуществами подобной формы организации бизнеса являются: (а) ограничение ответственности собственников корпорации величиной принадлежащего им чистого капитала; (б) удобство и быстрота в смене собственников; (в) неограниченность деятельности по масштабам и видам; (г) диверсификация риска собственников. Именно в контексте деятельности типовой корпорации и будут рассмотрены методы

---

<sup>1</sup> Весьма распространено мнение, что эпоха акционерных обществ в Западной Европе началась в 1860-е гг., хотя зарождение акционерного движения относится к концу XIV – началу XV в. Так, в работе В. Зомбарта упоминается о генуэзских фирмах «Маоп» (XIV в.) и «Casa di S. Giorgio» (1407), которые, по мнению автора, вполне могут рассматриваться как одни из первых акционерных обществ, т. е. предприятий, капитал которых делится на несколько частей, которыми и ограничивается речательство участвующих в предприятии лиц [Зомбарт, с. 491]. Восточно-Индийская компания, зарегистрированная в 1600 г. указом английской королевы Елизаветы I (1533–1603), была первой компанией, формировавшей свой капитал путем привлечения финансовых ресурсов от широкого класса инвесторов. В России понятие «акционерная компания» известно с XVIII в. (в 1799 г. была учреждена известная «Российско-Американская компания»), а с 1 августа 1805 г. это получило отражение в законах общего характера (подробнее см. работы А.И. Каминки и А.Е. Шепелева, указанные в библиографии).

и процедуры управления ее ресурсным потенциалом. Подоплека данного подхода довольно очевидна – крупной корпорации присуще наиболее общее представление имущественного потенциала и задач, связанных с управлением имуществом в целом и отдельных его компонентов. Заметим, что в отечественной бизнес-среде аналогом корпорации (с позиции законодательства) является акционерное общество. Общие принципы организации и функционирования акционерных обществ регулируются Гражданским кодексом РФ и Федеральным законом «Об акционерных обществах».

## **1.2. Фирма в контексте рынков**

Фирма является сложным организмом, в формировании, организации и осуществлении функционирования которого принимают прямое или опосредованное участие множество субъектов. Все они имеют весьма индивидуализированные интересы, причем очевидно, что эти интересы в принципе не только не могут быть полностью идентичными, но и нередко находятся в некритическом противоречии. Обеспечение определенной гармонии и устойчивости различных параметров фирмы, включая систему целеполагания, как раз и отражающую интересы различных субъектов, заинтересованных в деятельности фирмы, в рыночной среде достигается путем нормального торга между ними, в результате которого находятся приемлемые компромиссные решения. Эти решения касаются в том числе построения дерева целей, которые, с одной стороны, идентифицируют (нередко опосредованно) интересы различных субъектов, а с другой стороны, служат базовыми ориентирами, которыми руководствуется фирма как самостоятельный субъект хозяйствования. Генерирование прибыли в общей совокупности целей и задач чаще всего рассматривается как наиболее приоритетное.

В организационно-технологическом плане фирму можно представлять как некоторую совокупность ресурсов, надлежащие организация, структурирование и взаимная трансформация которых нацелены на получение прибыли. Логика функционирования фирмы очевидна (см. рис. 1.1). Изначально фирма создается за счет вкладов собственников, которые и являются основой формирования ее материально-технической базы. Капиталом собственников не ограничиваются – на рынках капитала привлекаются более дешевые средства лендеров (т. е. долгосрочных инвесторов, предоставляющих фирме свои финансовые ресурсы на условиях платности и возвратности), что позволяет существенно нарастить ресурсный потенциал фирмы. Между капиталом собственников и средствами лендеров поддерживается определенное соотношение, соответствующее приемлемому уровню финансового риска. Вся сумма привлеченных средств используется по двум направ-

лениям: (а) развитие фирмы, т. е. наращивание традиционных и новых производств и технологий (стратегический и тактический аспекты); (б) осуществление текущей деятельности, обеспечивающей генерирование прибыли и возможность регулярных выплат поставщикам средств (оперативный аспект). Фирма работает успешно, если притоки денежных средств от текущей деятельности ( $CF_{in}$ ) в среднем превосходят оттоки денежных средств ( $CF_{out}$ ). Разница между входящими и исходящими денежными потоками аккумулируется и в надлежащее время используется для: (а) возврата заемного капитала, (б) наращивания капитала собственников (реинвестирование прибыли), (в) выплаты собственникам текущего вознаграждения (дивидендная политика).



Рис. 1.1. Потоки, связывающие фирму и рынки

Заемный капитал подвижен: с одной стороны, он гасится согласно предусмотренному графику; с другой стороны, он периодически пополняется за счет привлечения новых кредитов и эмиссии облигационных займов. Величина капитала собственников регулируется с помощью дивидендной политики – если отдача на вложенный в фирму капитал устраивает ее собственников, а альтернативных вариантов инвестирования средств на рынке нет, они предпочитают реинвестировать прибыль.

Таким образом, функционирование фирмы всегда сопровождается денежными потоками в прямой или опосредованной форме. Совокупность действий по привлечению денежных средств условно называется *проектом финансирования*. Подобные проекты предназначены для

управления источниками финансирования, а их суть может быть выражена вопросами: «Откуда, в каком объеме и на каких условиях целесообразно и возможно привлечь требуемые средства?» Информационный аспект проектов финансирования находит непосредственное отражение в пассивной стороне баланса фирмы.

Совокупность действий по использованию привлеченных денежных средств, т. е. их трансформации в некоторую комбинацию {ресурсы — технология}, условно называется *проектом инвестирования*. Эти проекты разрабатываются и реализуются в контексте инвестиционной политики фирмы, понимаемой в широком смысле. Информационный аспект проектов инвестирования находит определенное отражение в активной стороне баланса фирмы.

С известной долей условности операции по разработке и реализации проектов инвестирования и финансирования могут рассматриваться как сущностное ядро деятельности финансового менеджера. В данной книге мы сконцентрируем внимание лишь на проектах финансирования; что касается характеристики активов фирмы в контексте их отражения в публичной отчетности, а также методик управления инвестициями, то подробную информацию читатель может найти в работах: [Инвестиции; Ковалев, 2006(в); Ковалев В., Ковалев Вит., 2005].

*Финансовая структура фирмы*, под которой понимается совокупность мобилизованных в целях обеспечения ее деятельности источников финансирования, является исключительно важной характеристикой фирмы и, следовательно, объектом внимания ее топ-менеджеров. От ее состояния и складывающихся тенденций изменения в значительной степени зависит благополучие фирмы. Упомянутые изменения могут носить спонтанный характер, однако критически значимые тенденции формируются целенаправленно, а основным средством их формирования как раз и являются проекты финансирования. В явном или завуалированном виде эти проекты постоянно реализуются в любой фирме, поскольку многие управленческие решения финансового характера в той или иной степени связаны с появлением источников, их погашением или изменением. Особую роль играют масштабные изменения в структуре источников, например эмиссия ценных бумаг, привлечение или погашение крупного кредита, начисление и выплата дивидендов. Из баланса видно, что на любой момент времени фирма имеет определенный набор источников финансирования, которые сложились в результате выбранной стратегии и тактики привлечения средств. Это и есть финансовая структура фирмы как отражение статус-кво в способе финансирования ее деятельности. Ниже будет показано, что подавляющее большинство источников не бесплатны; кроме того, стратегические просчеты в формировании целевой финансовой структуры могут привести к катастрофическим последствиям вплоть

до ликвидации фирмы. Все это как раз и предопределяет критически важную роль проектов финансирования, в результате реализации которых происходят более или менее значимые изменения в финансовой структуре фирмы. Грамотное управление источниковой стороной баланса предполагает прежде всего четкое понимание экономической сути каждого источника, его роли в деятельности фирмы в контексте стратегии и тактики, способов мобилизации, достоинств и недостатков. Описанию источников по данным публичной отчетности (точнее, по данным баланса) посвящен следующий раздел книги.

### 1.3. Баланс как квинтэссенция финансовой модели фирмы

**Общее понятие о балансе.** Фирма как субъект хозяйствования может быть охарактеризована и представлена различными способами. Одно из наиболее значимых и полезных описаний – представление фирмы в терминах финансовой модели. Такой моделью является финансовая отчетность фирмы и ее информационное ядро – бухгалтерский баланс (Balance-sheet). Отчетность является практически единственным информационным источником, на который могут полагаться различные лица, заинтересованные в данной фирме (дело в том, что она предоставляется в различные инстанции и, кроме того, для определенных организационно-правовых форм достоверность приведенных в ней данных подтверждается сторонними профессионалами-аудиторами).

Как известно, логика современной бухгалтерии задается двойной записью<sup>1</sup>. Благодаря такому способу ведения учета как раз и удается представить имущественное и финансовое положение фирмы, во-первых, в стоимостной оценке, во-вторых, в очень удобном табличном ви-

---

<sup>1</sup> Двойная запись (Double Entry) представляет собой систему ведения счетов бухгалтерского учета, предусматривающую отражение любой хозяйственной операции по двум счетам – как правило, дебету одного и кредиту другого. Например, покупка материалов стоимостью 100 тыс. руб. за наличный расчет оформляется записью Д-т сч. «Материалы» К-т сч. «Касса», а экономический смысл записи таков: на сумму 100 тыс. руб. увеличился счет «Материалы» и на ту же самую сумму уменьшились денежные средства в кассе. Если материалы были приобретены с отсрочкой платежа, то операция будет оформлена записью Д-т сч. «Материалы» К-т сч. «Поставщики», а экономический смысл записи таков: на сумму 100 тыс. руб. увеличился счет «Материалы» и на ту же самую сумму возросла задолженность перед поставщиками. Непременными атрибутами двойной бухгалтерии являются: (а) баланс, (б) система счетов и (в) двойная запись. Эта система учета, позволяющая наиболее детально организовать учет хозяйственных операций, формировалась в течение нескольких веков (XIII–XV вв.), а ее родоначальником считается францисканский монах Лука Пачоли (Luca Pacioli, 1445–1517), впервые опубликовавший в 1494 г. книгу с описанием основ двойной бухгалтерии. С основаниями современного бухгалтерского учета можно ознакомиться по работам [Бухгалтерский учет; Ковалев, 2004; Кутер; Соколов].

де – в форме баланса, в активе которого приводится имущество фирмы, а в пассиве – источники финансирования этого имущества. В зависимости от степени дробления отражаемых в балансе источников это представление может быть более или менее детальным. Однако даже если источники приведены в балансе в довольно укрупненном составе, баланс, как правило, дополняется некоторыми аналитическими приложениями, в которых финансовая структура фирмы может раскрываться более подробно.

Баланс весьма информативен, но он не так прост в интерпретации, как это кажется на первый взгляд. Кроме того, все статьи баланса увязаны между собой логическими и информационными взаимосвязями, а потому рассмотрение любой балансовой статьи, любого раздела необходимо осуществлять в контексте общего понимания баланса как интегрированной системы показателей. Отсюда следует очевидный вывод: подробному рассмотрению источниковой стороны баланса должно предшествовать описание ключевых аспектов трактовки этой отчетной формы в целом<sup>1</sup>.

Баланс является основным информационным документом, содержащим данные об имущественном и финансовом потенциалах фирмы. Благодаря логике двойной записи, современный баланс состоит из двух разделов – актива и пассива, итоги по которым совпадают. На профессиональном языке итог баланса (по активу или пассиву) носит название *валюты*. Нередко именно валюта баланса используется как очевидная и легко интерпретируемая характеристика общего объема имущественной массы фирмы, ее размеров, общей величины задействованных источников финансирования.

Баланс представляет собой системообразующее ядро годовой бухгалтерской (финансовой) отчетности. Состав и структура отчетности определяется национальными бухгалтерскими регулятивами. В частности, в России к таковым относятся:

- Федеральный закон «О бухгалтерском учете» от 21 ноября 1996 г. № 129-ФЗ (с изменениями), в котором определено понятие бухгалтерской отчетности и перечислен укрупненный состав отчетных форм;
- Положение по бухгалтерскому учету «Бухгалтерская отчетность организации» (ПБУ 4/99), в котором приведены основные требования к отчетности, ее состав и содержание по разделам и укрупненным статьям;

---

<sup>1</sup> Различные аспекты трактовки баланса и отражаемых в нем объектов учета, а также подробная характеристика балансовых разделов и статей приводятся в соответствующих регулятивах Минфина РФ, международных стандартах финансовой отчетности, монографиях, руководствах (см., например: [Ковалев В., Ковалев Вит., 2005; Ковалев, Патров, Быков; Кутер; Соколов]).

- Приказ Минфина РФ «О формах бухгалтерской отчетности организаций» от 22 июля 2003 г. № 67н, в котором даны *рекомендательные* форматы отчетности.

В соответствии с упомянутыми законом, ПБУ 4/99 и приказом в состав годового отчета входят:

- а) Бухгалтерский баланс (форма № 1);
- б) Отчет о прибылях и убытках (форма № 2);
- в) приложения к Бухгалтерскому балансу и Отчету о прибылях и убытках:

Отчет об изменениях капитала (форма № 3);

Отчет о движении денежных средств (форма № 4);

Приложение к Бухгалтерскому балансу (форма № 5);

Отчет о целевом использовании полученных средств (форма № 6);

г) пояснительная записка;

д) итоговая часть аудиторского заключения.

В соответствии с концепцией развития бухгалтерского учета в России его регулятивная база разрабатывается с учетом требований и рекомендаций международных стандартов финансовой отчетности (МСФО) (см. библиографию).

**Актив бухгалтерского баланса (Assets).** Это часть баланса, в которой представлены активы (средства) хозяйствующего субъекта, т. е. его ресурсная база. Имеет две основные интерпретации: (1) предметно-вещностную и (2) расходно-результатную. В первом случае актив баланса трактуется как описание имущества предприятия, во втором – как совокупность (а) денежных средств предприятия и (б) расходов, понесенных им в ожидании будущих доходов (в этом случае также говорят, что актив баланса представляет собой описание метаморфоз капитала). Поскольку в балансе денежные средства обычно незначительны по удельному весу, весь актив во втором случае обобщенно трактуется как совокупность расходов.

Первая трактовка (актив как описание имущества) весьма наглядна и в целом очевидна; вторая требует определенного комментария. Изначально фирма организуется путем предоставления собственниками оговоренной суммы денежных средств. Далее эти средства начинают вкладываться в некоторые активы (основные средства производственных запасов и др.). Начинается производственно-коммерческий процесс, в результате которого происходят последовательные трансформации активов, производится и продается (в том числе с отсрочкой платежа) продукция. Собственно денежных средств в активах фирмы на любой момент времени остается не так уж и много, а основная их сумма оказывается инвестированной в другие активы. Все активы, отличные от денежных средств, обладают одной общей чертой: трансформация их в собственно денежные средства не является фактом без-



условным и очевидным. Иными словами, существует ненулевая вероятность, что подобной трансформации не произойдет (например, купили проволоку для технологических целей, она оказалась невостребованной, долгое время валялась на складе, потеряла товарный вид и в конце концов была списана на убытки). Таким образом, любой неденежный актив несет в себе элемент потенциальной убыточности, а потому его и можно считать расходом, осуществленным ряди будущих доходов (подробнее см.: [Ковалев, 2004, с. 384–386]).

*Активы* (Assets) — это ресурсы фирмы, (а) выражаемые в денежном измерителе; (б) сложившиеся в результате событий прошлых периодов; (в) принадлежащие ей на праве собственности или контролируемые ею; (г) обещающие получение дохода в будущем. Отражаются в активной части баланса. Подразделяются на *реальные* (синонимы: *идентифицируемые, отторгаемые*) и *ирреальные* (синонимы: *неотторгаемые, отвлеченные*) средства. К первым относятся материально-вещественные активы, средства в расчетах, денежные средства и их эквиваленты; ко вторым — налог на добавленную стоимость по приобретенным ценностям<sup>1</sup>, организационные расходы, приобретенный гудвилл<sup>2</sup>, расходы будущих периодов и убытки<sup>3</sup>. В отличие от реальных средств, под-

---

<sup>1</sup> Налог на добавленную стоимость (НДС) по приобретенным ценностям, приводимый отдельной строкой в балансе, имеет различные интерпретации. Если деятельность компании идет в нормальном режиме, то сумма этого налога будет возмещена (выставлена бюджету под зачет, т. е. на эту сумму будет уменьшена задолженность фирмы перед бюджетом), поэтому эту статью можно трактовать как некий вариант обычной дебиторской задолженности или как уплаченный аванс, который будет учтен в последующем. Однако если компания не в состоянии рассчитаться со своими кредиторами, в результате чего инициируются процедуры банкротства, сумма НДС по приобретенным ценностям не компенсируется, т. е. в известном смысле становится убытком. Этот «актив» нельзя использовать как полноценное обеспечение расчетов с кредиторами; именно поэтому его учет при расчете чистых активов сомнителен.

<sup>2</sup> Гудвилл (Goodwill) — это совокупность рассматриваемых как единое целое нематериальных факторов, которые в совокупности позволяют данной фирме иметь определенные конкурентные преимущества в отрасли и благодаря этому генерировать дополнительные доходы. В эту совокупность входят: фирменное наименование компании, ее репутация, технологическая культура, связи с контрагентами, ноу-хау в области организации и управления, перспективность бизнеса и др. Величина гудвилла находится как разность между стоимостью фирмы (т. е. рыночной капитализацией фирмы) и величиной ее чистых активов в рыночной оценке. В российских нормативных документах вместо понятия «гудвилл» используют термин «деловая репутация». Подробно о гудвилле см. в работе [Ковалев, 2006(г)].

<sup>3</sup> В нашей стране в течение многих десятилетий статья «убытки» отражалась в активной стороне баланса, т. е. убытки трактовались как актив (точнее, псевдоактив), а ее экономическая интерпретация была такова: сумма убытков показывала величину отвлеченных средств, точнее, средств, «проеденных», как правило, по причине неоптимального управления. В последние годы в соответствии с принятой в международной практике традицией убытки показываются со знаком «минус» в пассиве баланса в разделе «Капитал и резервы».

дающихся отторжению (можно в целом или по частям продать, подарить, уничтожить), отвлеченные средства (за исключением убытков) представляют собой неотторгаемые расходы, которые либо переходят в затраты в ходе естественного процесса производства и продажи продукции, либо становятся убытками в случае прекращения деятельности.

Первый признак означает, что в активе баланса могут отражаться те и только те ресурсы, которые имеют денежную оценку. Второй признак говорит о том, что активы не могут появиться «ниоткуда», образно говоря, свалиться с неба – они являются результатом предшествующих событий, подтверждением которых служат надлежащим образом оформленные документы. Согласно третьему признаку отражаемый в балансе ресурс либо принадлежит фирме на праве собственности, либо контролируется ею, т. е. фирма обладает правами владения и пользования. Наконец, последний признак относимости некоторого ресурса к активам фирмы заключается в том, что он должен потенциально «обещать» генерирование дохода в будущем (в данном случае доход понимается в широком смысле как вклад данного ресурса в генерирование регулярных доходов, эффект от полезного применения ресурса по его прямому назначению или по крайней мере возможность продажи ресурса). Если ресурс такого дохода не обещает, он называется неликвидом<sup>1</sup> и должен быть списан с баланса на убытки.

Из определения активов хозяйствующего субъекта видно, что теоретически актив баланса может комплектоваться одним из двух способов. Согласно первому способу в активе отражаются средства, принадлежащие предприятию на праве собственности; согласно второму – средства, контролируемые предприятием. Первый способ традиционно применяется в нашей стране, второй рекомендован международными стандартами (заметим, что текущее российское бухгалтерское законодательство не возражает против второго способа). На практике имеет место сочетание этих способов, что наглядно проявляется в различном отражении в учете и отчетности объектов финансовой аренды (лизинга) и операционной аренды – право собственности на арендуемые активы в обоих случаях принадлежит арендодателю (лизингодателю), однако в международной практике принято отражать объекты договора о финансовой аренде на балансе лизингополучателя, а объекты договора об операционной аренде на балансе арендодателя.

---

<sup>1</sup> Неликвид – это актив, трансформация которого в денежные средства либо невозможна вовсе, либо связана с исключительно высокими относительными потерями. Неликвиды «засоряют» актив баланса и с очевидностью завышают величину имущественного потенциала фирмы. Поскольку по определению в активе баланса отражаются лишь средства, потенциально обещающие доход, неликвиды не должны присутствовать в балансе, их следует списать на убытки.

Активы принято подразделять в балансе на две группы: (а) оборотные и (б) внеоборотные (правильнее использовать другое название – не оборотные). Последовательность расположения оборотных и внеоборотных активов в балансе имеет страновые особенности. Так, в нашей стране традиционно активы в балансе упорядочиваются по возрастанию ликвидности: сначала приводятся наименее ликвидные активы (нематериальные активы, основные средства и др.), а затем более ликвидные – производственные запасы, дебиторская задолженность и денежные средства и их эквиваленты. В странах, придерживающихся англо-американской модели бухгалтерского учета, активы в балансе располагаются ровно в обратной последовательности.

*Оборотные активы* (Working Capital) — это активы, потребляемые в ходе производственного процесса в течение года или обычного операционного цикла, превышающего двенадцать месяцев в силу специфики технологического процесса, и потому полностью переносящие свою стоимость на стоимость произведенной продукции. Непрерывность технологического процесса предполагает многократное обновление оборотных активов. Обособляются в отдельном разделе бухгалтерского баланса. Как правило, эти активы подразделяются на три большие группы: (а) производственные запасы, (б) дебиторская задолженность и (в) денежные средства и их эквиваленты.

*Внеоборотные активы* (Long-term Assets) определяются как активы хозяйствующего субъекта, не являющиеся оборотными (синоним: долгосрочные активы). Внеоборотные активы, принимающие участие в производственно-коммерческой деятельности, являются амортизируемыми, т. е. перенос расходов, связанных с их приобретением, на себестоимость готовой продукции осуществляется в течение длительного времени путем применения той или иной системы производства амортизационных отчислений. Смысл подобного временного распределения предопределяется необходимостью следования одному из ключевых принципов бухгалтерского учета, согласно которому *доходы должны сопоставляться с расходами, эти доходы обусловившими* (данный принцип обеспечивает логику расчета конечного финансового результата по итогам очередного периода). Внеоборотные активы обособляются в отдельном одноименном разделе бухгалтерского баланса. Согласно ПБУ 4/99 «Бухгалтерская отчетность организации» в этом разделе рекомендуется выделять четыре основных подраздела: (1) нематериальные активы, (2) основные средства, (3) доходные вложения в материальные ценности и (4) финансовые вложения. Объединяет эти активы то обстоятельство, что, однажды появившись в предприятии в некоторой материально-вещественной форме как результат предшествующих сделок, они пребывают в этой форме, как правило, в течение более одного года. Именно в отноше-

нии этих активов наиболее значимо применение или неприменение нетто-принципа<sup>1</sup>.

**Пассив бухгалтерского баланса (Capital and Liabilities).** Это часть баланса, в которой представлены так называемые источники средств. *Источник средств* (Source of Financing) это условное название какой-либо статьи в пассивной стороне бухгалтерского баланса, трактуемой как совокупность капитала собственников и обязательств, т. е. задолженности, предприятия перед третьими лицами. Каждая статья пассива означает, по сути, вклад соответствующего лица (собственники, кредиторы, государственные органы, банки и др.) в финансирование активов данного предприятия. В последующем при нормальном функционировании предприятия те, кто профинансировал его деятельность, смогут получить вложенные ими средства в объеме, означенном в балансе или даже превышающем его. Обособление источников средств в балансе предопределяется сутью и природой двойной записи. Как правило, источники средств появляются как результат целенаправленных действий – например, получение банковского кредита означает приток денежных средств на расчетный счет и одновременно появление в пассиве баланса источника этих средств в виде задолженности перед банком. Вместе с тем источники могут возникать в известном смысле спонтанно как результат финансово-хозяйственной деятельности – например, выявление финансового результата за отчетный период сопровождается необходимостью начисления и уплаты налога на прибыль, что выражается в обособлении в пассиве баланса статьи «Задолженность по налогам и сборам», т. е. в составе источников появляется новый источник. Нередко тот или иной источник образуется с целью идентификации плана использования средств фирмы.

Пассив подразделяется на три раздела: (а) капитал и резервы (Capital and Reserves), (б) долгосрочные обязательства (Long-Term Liabilities), (в) краткосрочные обязательства (Short-Term Liabilities). Первый раздел характеризует капитал, предоставленный фирме ее собственниками, т. е. это доля собственников фирмы в стоимостной оценке ее активов. Второй и третий разделы характеризуют величину средств, предоставленных фирме сторонними лицами.

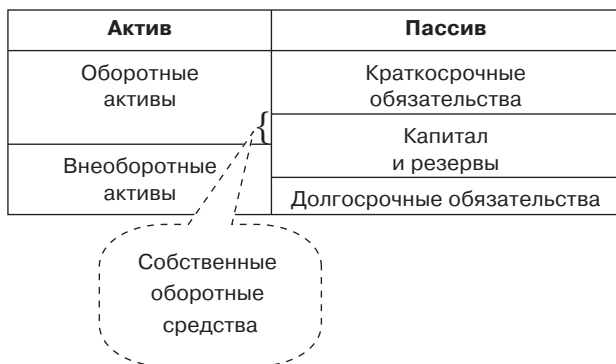
**Соотношения между средствами фирмы и источниками их покрытия.** Можно говорить о формальном и сущностном соотношениях.

---

<sup>1</sup> В упрощенном виде нетто-принцип представляет собой соглашение в бухгалтерском учете, согласно которому статьи по амортизируемым активам показываются в балансе по остаточной стоимости, а дебиторская задолженность – за минусом резерва по сомнительным долгам. Следование нетто-принципу позволяет избежать очевидного завышения отчетных стоимостных оценок упомянутых активов и обеспечивает большее соответствие этих оценок текущим рыночным ценам. Подробнее см.: [Ковалев В., Ковалев Вит., 2006].

Смысл первого очевиден: поскольку актив и пассив баланса представляют собой характеристику одного и того же объекта, но с разных сторон, очевидно, что итоги баланса по активу и пассиву совпадают. Интерпретация сущностного соотношения менее очевидна и может быть выражена следующим вопросом: существуют ли predetermined связи между отдельными статьями разделами актива баланса с одной стороны и отдельными статьями разделами пассива баланса с другой стороны? В принципе несложно смоделировать ситуацию с целевым финансированием: например, получен целевой кредит от банка на покупку дорогостоящего станка. В этом случае суммы по активной статье «стоимость станка» и по пассивной статье «банковский кредит» (в случае их обособления) будут в точности совпадать. В советское время, когда многие финансовые операции регулировались в централизованном порядке, связи между активными и пассивными балансовыми статьями, аналогичные описанной, имели место. В рыночной экономике подобных жестко заданных соотношений нет, однако некоторые логически обоснованные взаимосвязи могут быть определены. Так, вряд ли может быть теоретически обоснована ситуация, когда капитал собственников (раздел пассива «Капитал и резервы») неоправданно мал, а формальными источниками покрытия внеоборотных активов фирмы выступают краткосрочные обязательства.

Установить строгие соотношения между активными и пассивными статьями не представляется возможным, однако считается, что довольно реалистичным является предположение об упомянутых соотношениях в трактовке, представленной на рис. 1.2.



**Рис. 1.2. Иллюстрация соотношений между активными и пассивными статьями баланса**

В соответствии с приведенной схемой:

- краткосрочные обязательства трактуются как источник покрытия оборотных активов;

- долгосрочные обязательства в полном объеме являются источником покрытия внеоборотных активов;
- капитал собственников условно делится на два компонента: первый компонент рассматривается как источник покрытия той части внеоборотных активов, которая оказалась непокрытой долгосрочными обязательствами; второй компонент, называемый собственными оборотными средствами, является источником покрытия оборотных активов.

Более детальные обособления выполняются в ходе разработки политики финансирования оборотных активов. Дело в том, что по сравнению с внеоборотными активами величина оборотных средств существенно более динамична. Как видно из рис. 1.2, оборотные активы финансируются за счет двух источников: краткосрочных обязательств и капитала собственников. Первый источник в основном олицетворяют банки, предоставляющие краткосрочные кредиты, и кредиторы, поставляющие свою продукцию (сырье и материалы) с отсрочкой платежа. Второй источник олицетворяют собственники фирмы, а та часть их капитала, которой они формально участвуют в финансировании оборотных средств, называется *чистым оборотным капиталом*, или *собственными оборотными средствами* (Net Working Capital). Возможны различные варианты расчета их величины; на рис. 1.2 схематично представлен вариант, используемый в международной практике и выражаемый моделью

$$WC = CA - CL, \quad (1.1)$$

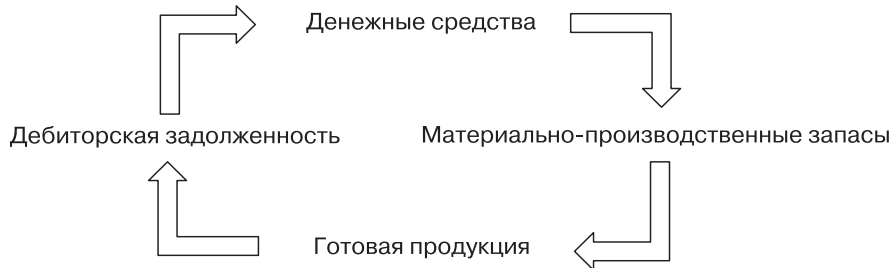
где CA – оборотные активы;

CL – краткосрочные обязательства.

Именно собственные оборотные средства являются единственным источником финансирования оборотных активов на момент создания фирмы, однако по мере разворачивания ее деятельности моментально появляются кредиторы, т. е. привлекается принципиально иной источник – средства сторонних лиц. Из самой сути современного баланса понятно, что появление дополнительных активов всегда сопровождается равновеликим ростом источников финансирования, а определяющим в текущих изменениях финансовой структуры фирмы является потребность в оборотных средствах.

В процессе производственной деятельности происходит постоянная трансформация отдельных элементов оборотных средств. Предприятие покупает сырье и материалы, производит продукцию, затем продает ее, как правило, в кредит, в результате чего образуется дебиторская задолженность, которая через некоторый промежуток времени превращается в денежные средства. Этот кругооборот средств показан на рис. 1.3. Подчеркнем, что когда говорят об оборачиваемости ак-

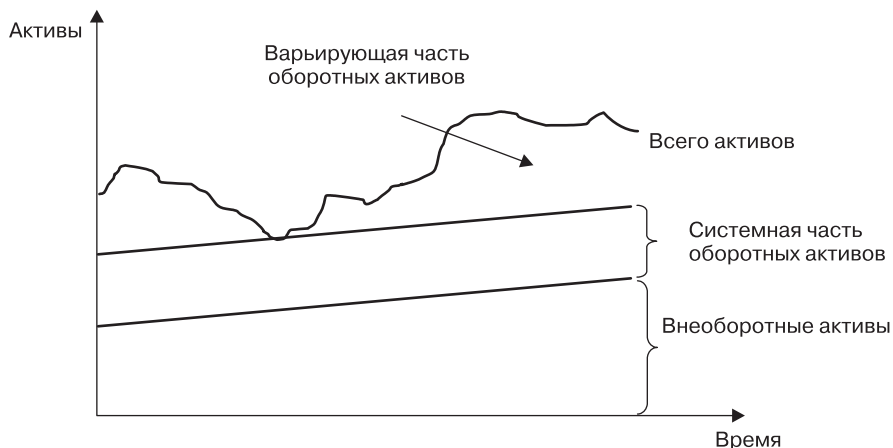
тивов, подразумевают, что оборачиваются не собственно активы, а вложения в них.



**Рис. 1.3. Кругооборот вложений в оборотные активы**

Циркуляционная природа оборотных активов имеет ключевое значение в управлении чистым оборотным капиталом. Что касается объема и структуры оборотных средств, то они в значительной степени определяются отраслевой принадлежностью. Так, предприятия сферы обращения имеют высокий удельный вес товарных запасов, у финансовых компаний обычно наблюдается значительная сумма денежных средств и их эквивалентов. Прямой связи между оборотными средствами и кредиторской задолженностью нет, однако считается, что у нормально функционирующего предприятия должно иметь место превышение оборотных активов над краткосрочными обязательствами.

Величина оборотных средств определяется не только потребностями производственного процесса, но и случайными факторами. Поэтому принято подразделять оборотный капитал на постоянный и переменный (см. рис. 1.4).



**Рис. 1.4. Компоненты динамического ряда активов предприятия**

В теории финансового менеджмента существуют две основные трактовки понятия «*постоянный оборотный капитал*». Согласно *первой трактовке* постоянный оборотный капитал (или системная часть оборотных активов) представляет собой ту часть денежных средств, дебиторской задолженности и производственных запасов, потребность в которых относительно постоянна в течение всего операционного цикла. Это усредненная, например, по временному параметру, величина оборотных активов, находящихся в постоянном ведении предприятия. Согласно *второй трактовке* постоянный оборотный капитал может быть определен как необходимый минимум оборотных активов для осуществления производственной деятельности. Этот подход означает, что предприятию для осуществления своей деятельности необходим некоторый минимум оборотных средств (некий вариант страхового запаса), например постоянный остаток денежных средств на расчетном счете, некоторый аналог резервного капитала. В дальнейшем изложении материалов мы будем придерживаться второй трактовки.

Категория *переменного оборотного капитала* (или варьирующей части оборотных активов) отражает дополнительные оборотные активы, необходимые в пиковые периоды или в качестве страхового запаса. Например, потребность в дополнительных материально-производственных запасах может быть связана с поддержанием высокого уровня продаж во время сезонной реализации. В то же время по мере реализации возрастает дебиторская задолженность. Добавочные денежные средства необходимы для оплаты поставок сырья и материалов, а также трудовой деятельности, предшествующей периоду высокой деловой активности.

Целевой установкой политики управления чистым оборотным капиталом является определение объема и структуры оборотных активов, источников их покрытия и соотношения между ними, достаточного для обеспечения долгосрочной производственной и эффективной финансовой деятельности предприятия. Взаимосвязь данных факторов и результатных показателей вполне очевидна, поскольку хроническое неисполнение обязательств перед кредиторами может привести к разрыву экономических связей со всеми вытекающими отсюда последствиями.

Сформулированная целевая установка имеет стратегический характер; не менее важным является поддержание оборотных средств в размере, оптимизирующем управление текущей деятельностью. С позиции повседневной деятельности важнейшей финансово-хозяйственной характеристикой предприятия являются его ликвидность и платежеспособность, т. е. способность вовремя гасить краткосрочную кредиторскую задолженность. Для любого предприятия достаточ-



ный уровень ликвидности является одной из важнейших характеристик стабильности хозяйственной деятельности. Потеря ликвидности чревата не только дополнительными издержками, но и периодически-ми остановками производственного процесса.

Финансирование текущей деятельности по сути как раз и сводится к выбору стратегии управления источниками покрытия оборотных активов. Этот аспект будет рассмотрен в разделе 3.3.

**Баланс как свод данных.** Как известно, составление отчетности и ее центральной формы – баланса – является завершающим этапом учетного цикла в рамках отчетного периода. В техническом смысле процедура учета и составления отчетности не представляют трудностей. На начало периода открываются в необходимой номенклатуре счета, на которых отражаются хозяйственные операции. По окончании отчетного периода счета группируются в заданных сочетаниях и результаты группировки, оформленные в таблицах, как раз и представляют собой отчетность. Большое количество бухгалтерских счетов и вариантов аналитических группировок определяют и множество отчетных форм. Однако наибольшую значимость имеют две формы: (а) баланс, в котором отражаются имущество фирмы и ее источники финансирования, и (б) отчет о прибылях и убытках, предназначенный для отражения результата использования имущества фирмы. В принципе возможна отчетность, состоящая из одного баланса.

Каждая хозяйственная операция прямо или косвенно затрагивает баланс, а ее следствием является изменение активной и (или) пассивной сторон баланса по составу и (или) структуре. Отсюда видно, что, во-первых, баланс исключительно динамичен и, во-вторых, обзор баланса в динамике позволяет получить определенное представление об изменениях, происшедших с имущественной массой фирмы и ее источниками финансирования.

Актив и пассив баланса подразделяются на разделы и подразделы, в которых группируются статьи, отражающие однородные или в чем-то близкие объекты учета. Поскольку в учете ведется довольно большое число аналитических счетов, дробность балансовых статей может быть весьма высокой. На практике пытаются найти компромиссное решение по составу демонстрируемых в балансе статей, дабы избежать неоправданной детализации и вместе с тем обеспечить необходимую аналитичность.

В годы советской власти состав и структура бухгалтерской отчетности регулировались централизованным образом – министерство финансов страны ежегодно утверждало форматы отчетности в табличном виде, обязательные для применения всеми предприятиями. С середины 1990-х гг., когда были введены в действие регулятивы, состав-

ляющие основу нормативно-правовой базы ведения бухгалтерского учета в России (Федеральный закон «О бухгалтерском учете» и ряд Положений по бухгалтерскому учету), форматы отчетности перестали быть обязательными и предлагались Минфином РФ лишь в качестве рекомендательных. Иными словами, в настоящее время любое предприятие имеет право (см. п. 4 ст. 13 Закона) отклоняться от описанных в регулятивах правил бухгалтерского учета в том случае, если они не позволяют достоверно отразить имущественное и финансовое положение предприятия; причины отклонения от правил должны быть аргументированно раскрыты в пояснительной записке.

Методические аспекты составления и представления отчетности изложены в Положении по бухгалтерскому учету «Бухгалтерская отчетность организации» (ПБУ 4/99), утвержденном приказом Минфина РФ от 6 июля 1999 г. № 43н. В этом регулятиве приведены и рекомендательные форматы отчетности в виде перечня статей; в частности, состав и структуру баланса согласно ПБУ 4/99 можно видеть в Приложении. Сделаем постатейную характеристику пассива баланса.

#### 1.4. Состав источников финансирования фирмы и их представление в балансе

Пассив баланса имеет две трактовки – юридическую и экономическую, причем обе трактовки фактически тесно взаимосвязаны (рис. 1.5).



Рис. 1.5. Трактовки пассива баланса

Суть первой трактовки такова. Пассив баланса отражает отношения, возникающие в процессе привлечения средств, и потому его интерпретация имеет прежде всего юридический оттенок. Дело в том, что пассивные статьи баланса – это в определенном смысле перечисление обязательств предприятия. Напомним, что обязательство в юридическом смысле означает гражданское правоотношение, в силу которого одна сторона (должник) обязана совершить в пользу другой стороны (кредитора) определенное действие (передать имущество, выполнить работу и др.), а кредитор имеет право требовать от должника исполнения его обязанности.

Например, уставный капитал с известной долей условности<sup>1</sup> можно трактовать как обязательство перед собственником по выделенным предприятию основным и оборотным средствам; кредиты банков – обязательство предприятия перед банками по ссудам, полученным на различные цели; кредиторская задолженность есть обязательство перед контрагентами: поставщиками – за полученные товарно-материальные ценности и оказанные услуги; рабочими и служащими – по оплате труда; бюджетом – по налогу на прибыль и другим платежам и т. д. Различного рода фонды и резервы – это обязательства администрации перед коллективом предприятия в целом по производственному и социальному развитию и др. Все эти обязательства законодательным образом ранжируются по обязательности и приоритетности их удовлетворения и, кроме того, предоставляют разные права лицам, перед которыми они возникли у хозяйствующего субъекта в связи с привлечением средств.

Помимо юридической возможна и экономическая интерпретация пассива баланса (можно назвать ее также учетно-аналитической, финансово-аналитической, источниковой), согласно которой пассив представляет собой свод источников средств. Возможность отражения источников в балансе предопределена самой сутью двойной бухгалтерии, в рамках которой любой актив получает дополнительную характеристику в виде источника его появления. В простейших операциях источниковый характер пассивных статей легко демонстрируется. Например, в результате предоставленного банком кредита на расчетном счете фирмы появились денежные средства. Поэтому, с одной стороны, средства появились (в активе баланса возросла статья «Расчетный счет»), с другой стороны, появилась задолженность перед банком как источником полученных денежных средств (в пассиве баланса возросла статья «Кредиты и займы»).

Из приведенного примера следует и легко обобщаемый очевидный вывод: любая статья в пассиве должна трактоваться не как собственно финансовые ресурсы, а как некий условный источник, за которым стоит реальное физическое или юридическое лицо, предоставившее хозяйствующему субъекту денежные средства в прямой или опосредованной форме. Поскольку возникшие в связи с предоставлением средств обязательства раньше или позже будут непременно погашены, соответствующий источник вполне может исчезнуть. Источники

---

<sup>1</sup> Условность заключается в том, что с формальных позиций предприятие как юридическое лицо не обязано принимать у своих учредителей-акционеров акции с возмещением их денежного эквивалента. Акционеры могут либо продать свои акции на рынке и тем самым выйти из состава собственников, либо принять совместное решение о ликвидации предприятия и после расчетов с кредиторами получить свою долю в чистых активах фирмы.

средств и собственно средства – это совершенно разные категории, поэтому они и представлены в различных разделах – соответственно в пассиве и активе баланса. В этом смысле ставшие уже трафаретными слова «приобрести активы за счет прибыли», не следует понимать буквально, поскольку любая подобная сделка может быть совершена в конечном итоге лишь за счет денежных средств, а не за счет какой-то неосязаемой прибыли. Прибыль – это условный расчетный показатель, а не реальные средства, которые можно использовать в операциях купли-продажи. Иными словами, если в балансе показана прибыль в размере 1 млн руб., это вовсе не означает, что у данного предприятия есть такая сумма на счете или в кассе; более того, предприятие может быть прибыльным и одновременно не иметь наличных денег на выплату заработной платы или дивидендов. Точно так же должен интерпретироваться и термин «капитал», рассматриваемый в контексте источников финансирования или пассивов баланса, – это источник средств, а не собственно денежные ресурсы.

Вообще некоторые статьи правой части баланса носят весьма неочевидный для небухгалтера характер. Так, в балансе можно видеть различные фонды (например, «фонд социальной сферы», не исключается и образование других фондов в соответствии с уставными документами фирмы). На самом деле, создание, в частности, фонда социальной сферы вовсе не означает, что у фирмы появились какие-то дополнительные средства на социальные нужды; просто в балансе от статьи «прибыль» «отщипнули» кусочек и назвали его фондом. Реальных средств от этой манипуляции, как несложно понять, ни убавилось, ни прибавилось, а суммовая оценка фонда говорит лишь о том, что в общей совокупной оценке активов условно выделили кусочек, наполняющий, или обеспечивающий, этот фонд – не более того. Приведенный с образованием фонда пример говорит и о том, что пассив баланса можно в некотором смысле трактовать и как план распределения активов фирмы.

Статьи пассива сгруппированы в три раздела:

- капитал и резервы (раздел отражает совокупную «задолженность» фирмы перед своими учредителями; иными словами, итог раздела показывает, какая доля учетной стоимости активов фирмы принадлежит ее собственникам; подразделение на статьи в принципе не играет значимой роли и обусловлено лишь желанием более наглядно представить совокупную долю собственников<sup>1</sup>);

---

<sup>1</sup> Не случайно, например, в балансах западных фирм можно видеть одну статью – «Нераспределенная прибыль», тогда как в балансах отечественных предприятий эта статья может быть представлена в различных детализациях – например, в виде совокупности фондов, сформированных за счет этой прибыли.

- долгосрочные обязательства (в разделе приведены статьи, характеризующие долгосрочную задолженность перед сторонними лицами, которая обязательно должна будет погашена согласно заключенным договорам);
- краткосрочные обязательства (в статьях этого раздела также отражена задолженность перед сторонними лицами, однако, во-первых, она носит краткосрочный характер и, во-вторых, некоторые виды задолженности возникают спонтанно, как результат осуществления финансово-хозяйственной деятельности).

**Раздел «Капитал и резервы».** В этом разделе в различных группировках приводятся данные об источниках средств, условно называемых собственными. Смысл условности в следующем. Показанные в активе баланса ценности находятся в собственности предприятия как юридического лица, но не в собственности его учредителей (участников), которые, напомним, в совокупности имеют право лишь на чистые активы фирмы, т. е. ту стоимость, которая останется в их распоряжении после удовлетворения требований третьих лиц, отраженных в четвертом и пятом разделах баланса.

Величина чистых активов (ЧА) может быть рассчитана по следующему алгоритму:

$$\text{ЧА} = [\text{ИБ}_A - \text{ЗУ}] - [\text{И}_{IV} + (\text{И}_V - \text{ДБП})],$$

где  $\text{ИБ}_A$  – итог баланса по активу;

$\text{ЗУ}$  – задолженность учредителей по взносам в уставный капитал;

$\text{И}_{IV}$  – итог раздела IV баланса;

$\text{И}_V$  – итог раздела V баланса;

$\text{ДБП}$  – доходы будущих периодов<sup>1</sup>.

Иными словами, термин «источники собственных средств» или «собственный капитал» используются в чисто аналитическом смысле – для удобства отграничения капитала, предоставленного фирме собственниками, от капитала (долгосрочного и краткосрочного), прямо или косвенно предоставленного фирме сторонними лицами. В известном смысле применение этого термина есть дань традиции, сложившейся в отечественной школе бухгалтерского учета и финансового анализа.

Совокупная оценка группы источников раздела «Капитал и резервы» находится по остаточному принципу и является весьма вариативной величиной. В текущем режиме изменение величины, состава и структуры собственного капитала зависит от результатов хозяйственных операций, принятой учетной политики и принципов двойной бухгалтерии. Динамика здесь довольно плавная. Иное дело, если речь

<sup>1</sup> Подробно об этом индикаторе см.: [Ковалев В., Ковалев Вит., 2006].

идет о возможной ликвидации предприятия (фактической или гипотетической) – в каждом из этих вариантов величина капитала собственников существенно меняется. В соответствии с общими принципами организации и ведения бизнеса обобщенный источник «Собственный капитал» рассматривается как бессрочный – в этом состоит его ключевое отличие от других источников.

В зависимости от ограничений в отношении источников средств, приведенных в учредительных документах, учетной политике и, естественно, успешности работы компании значимость того или иного источника в этом разделе может ощутимо варьировать. Необходимо тем не менее четко понимать, что все эти источники тесно взаимосвязаны между собой и вовсе не являются какими-то автономными и произвольно меняющимися в довольно широких пределах.

**Уставный капитал.** Эта статья ввиду ее важности выделена в ПБУ 4/99 в отдельный подраздел и предназначена для отражения суммы средств, выделенных собственниками предприятия для осуществления хозяйственной деятельности. Величина этих средств согласно Гражданскому кодексу РФ называется по-разному в зависимости от организационно-правовой формы предприятия: складочный капитал (хозяйственные товарищества); уставный фонд (государственные и муниципальные унитарные предприятия<sup>1</sup>); паевые взносы (производственные кооперативы); уставный капитал (все остальные организации). Отметим, что уставный капитал может быть только в балансе предприятия как юридического лица. Структурные подразделения предприятия, выделенные на отдельный баланс, уставного капитала не имеют; тем не менее сумма выделенных им основных и оборотных средств также показывается ими по статье «Уставный капитал».

В балансе уставный капитал отражается в сумме, определенной учредительными документами; в этой связи заметим, что для акционерного общества величина уставного капитала равна сумме номинальных стоимостей акций независимо от фактически уплаченной за них цены. Увеличение (уменьшение) уставного капитала допускается по решению собственников предприятия по итогам собрания за год с обязательным изменением учредительных документов. Для хозяйственных обществ законодательством предусматривается необходимость вынужденного изменения величины уставного капитала (в сторону понижения) в том случае, если его величина превосходит стоимость чистых активов общества.

---

<sup>1</sup> Эти предприятия не наделены правом собственности на имущество, закрепленное за ними собственниками, а потому и принято общую сумму выделенных им средств называть фондом.

Подчеркнем, что абсолютная величина уставного капитала имеет определенную значимость лишь в момент учреждения предприятия. В дальнейшем, если нет причин и оснований для вынужденного или целесообразного изменения его величины, уставный капитал может оставаться неизменным неопределенно долго, поэтому относительная весомость его величины в валюте баланса как с позиции акционеров, так и с позиции инвесторов и кредиторов уже не представляет особого интереса. А именно, для любого инвестора важен не номинал принадлежащих ему акций, а доля его в капитале; что касается сторонних лиц, то гарантией их интересов выступает уже не только и не столько уставный капитал, сколько другие источники собственных средств – главным образом прибыль и созданные за счет прибыли резервы и фонды.

Уставный капитал акционерных обществ фактически может состоять из нескольких компонентов. В частности, согласно закону «Об акционерных обществах» не менее 50% акций, распределенных при учреждении общества, должно быть оплачено в течение трех месяцев с момента его государственной регистрации, а оставшиеся – в течение года, если иное не предусмотрено уставными документами. Неоплаченная часть уставного капитала может быть показана в активе баланса по статье «Задолженность участников (учредителей) по взносам в уставный капитал»<sup>1</sup>; в этой части уставный капитал вряд ли может рассматриваться как гарантия интересов кредиторов общества.

Уставный капитал акционерного общества может состоять из акций двух видов: обыкновенных и привилегированных, причем возможна эмиссия различных типов привилегированных акций.

Акция – это ценная бумага, свидетельствующая об участии ее владельца в собственном капитале компании. Акции выпускаются только негосударственными предприятиями и организациями и в отличие от облигаций и других долговых ценных бумаг не имеют установленных сроков обращения. Покупка акций сопровождается для инвестора приобретением ряда имущественных и иных прав:

1) права голоса, т. е. права на участие в управлении компанией (как правило) посредством голосования на собрании акционеров при выборе его исполнительных органов, принятии стратегических направлений деятельности компании, решении вопросов, касающихся

---

<sup>1</sup> В структуре баланса, рекомендованной Минфином РФ (см. приказ Минфина РФ «О формах бухгалтерской отчетности организаций» от 22 июля 2003 г. № 67н), обособление данной статьи не предусмотрено, а соответствующая сумма вуалируется в статье «Дебиторская задолженность» и может быть установлена лишь данным учета или аналитическим расшифровкам к основным балансовым статьям. Целесообразность обособления этой задолженности в самостоятельную статью оставляется на усмотрение фирмы.

имущественных интересов акционеров (в частности, ликвидация или продажа части имущества, эмиссия ценных бумаг и др.);

2) права на участие в распределении прибыли, а следовательно, на получение пропорциональной части прибыли в форме дивидендов;

3) права на соответствующую долю в акционерном капитале компании и остатка активов при ее ликвидации;

4) права на ограниченную ответственность, согласно которому акционеры отвечают по внешним обязательствам компании лишь в пределах рыночной стоимости принадлежащих им акций;

5) права продажи или уступки акции ее владельцем какому-либо другому лицу;

6) права на получение информации о деятельности компании, главным образом той, которая представлена в публикуемом годовом отчете.

Строго говоря, перечисленная совокупность прав распространяется лишь на обыкновенные акции, которые и составляют основу уставного капитала фирмы. Другая его часть, как правило незначительная по удельному весу, представлена привилегированными акциями. Владелец привилегированной акции имеет преимущественное (в сравнении с владельцами обыкновенных акций) право на получение дивидендов, чаще всего в форме фиксированного процента, а также на получение доли в остатке активов при ликвидации общества. Этими обстоятельствами обуславливается тот факт, что привилегированные акции рассматриваются как менее рискованные инвестиции, поэтому требуемая по ним доходность, как правило, меньше доходности обыкновенных акций. Чаще всего привилегированная акция не дает ее владельцу права голоса. Подчеркнем, что термин «привилегированность» характеризует лишь отношения между владельцами обыкновенных и привилегированных акций; требования лендеров и кредиторов всегда имеют приоритет перед требованиями акционеров любого типа.

Привилегированные акции нередко трактуются как гибридные ценные бумаги, поскольку они одновременно обладают свойствами обыкновенных акций и облигаций. Последнее означает не только постоянство дивидендов, но и возможность постепенного погашения выпуска, для чего обычно в проспекте эмиссии предусматривается создание фонда погашения. Иными словами, в отличие от обыкновенных привилегированные акции, как правило, имеют ограниченный срок жизни. Основная причина – колеблемость процентных ставок по заемным средствам.

Обыкновенные акции являются основным компонентом уставного капитала компании. С позиции потенциальных инвесторов они характеризуются следующими особенностями: (а) могут генерировать относительно больший доход, однако более рискованы по сравнению с други-



ми вариантами инвестирования средств; (б) нет гарантированного дохода; (в) нет гарантии, что при продаже акций их владелец не понесет убытка; (г) при ликвидации компании право на получение части имущества реализуется в последнюю очередь.

**Собственные акции, выкупленные у акционеров.** По этой статье показывается стоимость акций, выкупленных предприятием у акционеров с целью их последующей перепродажи или аннулирования. Согласно ст. 72 Федерального закона «Об акционерных обществах» общество вправе приобретать размещенные им акции по решению собрания акционеров или совета директоров. Приобретенные акции не учитываются при подсчете голосов, по ним не начисляются дивиденды. Они должны быть реализованы по рыночной цене в течение года с момента их приобретения либо на их величину должен быть уменьшен уставный капитал. Исходя из принципа осторожности, эти активы рассматриваются как регулятив к уставному капиталу, а потому и приводятся в пассиве баланса со знаком минус. Таким образом, в источниковой стороне баланса данная статья стоит особняком, принципиально отличаясь от других статей; более того, несколько лет назад она отражалась в активе баланса.

Дело в том, что экономическая интерпретация статьи «Собственные акции, выкупленные у акционеров» может быть неоднозначной и зависит от разных обстоятельств, в частности от положения компании на рынке ценных бумаг и от намерений владельцев компании и ее управленческого персонала в отношении выкупленных акций. Если фирма работает успешно, собственные акции являются полноценным активом, в принципе они могут быть показаны в активе баланса, что и имело место в течение ряда лет в российском учете. Появление рецидивов строительства финансовых пирамид привело к определенным проблемам: так, печально известная фирма МММ в течение ряда лет занималась самокотировками выпущенных ею сурргатов ценных бумаг, активно скупая и продавая их. Таким образом, в активе ее баланса всегда присутствовали ее собственные «ценные бумаги», оценка которых постоянно росла до тех пор, пока финансовый пузырь не лопнул. Подобное отражение псевдоактивов в балансе искажало реальное финансовое положение фирмы и вводило в заблуждение пользователей отчетности. Исходя из принципа осторожности и были приняты ограничения в отношении операций с собственными ценными бумагами фирм и вариантов их отражения в учете и отчетности – соответствующая статья стала рассматриваться как регулятив к уставному капиталу.

**Добавочный капитал.** Согласно ПБУ 4/99 данная статья также обособляется в отдельный подраздел в балансе, хотя и является, по сути, дополнением к уставному капиталу. Появление (возрастание) это-

го источника обуславливается главным образом (а) дооценкой долгосрочных материальных активов и (б) эмиссионным доходом акционерного общества, когда цена размещения акций превосходит их номинальную стоимость. Направления использования этого источника средств, регламентированные инструкцией к плану счетов бухгалтерского учета, включают: (а) погашение снижения стоимости внеоборотных активов в результате их уценки; (б) увеличение уставного капитала; (в) распределение между учредителями предприятия; (г) списание непокрытого убытка; (д) отрицательные курсовые разницы по вкладам в уставный капитал в иностранной валюте.

Поскольку в российской практике именно дооценка внеоборотных активов является основной причиной наращивания статьи «Добавочный капитал» (в этом случае осуществляются лишь записи на счетах, приводящие к равновеликому увеличению актива и пассива баланса, а никакого движения денежных средств не происходит), можно сделать вывод, что эта статья весьма обманчива по своей природе, а к ее трактовке как полноценному источнику финансирования нужно относиться с крайней осторожностью. Уже описаны ситуации, когда за счет манипулирования оценками, переоценками и дооценками, а также постановки на баланс различных нематериальных активов и других подобных операций руководители фирм вуалировали их истинное финансовое положение (один из подобных примеров, когда руководство телеканала ТВ-6 пыталось «улучшить» его финансовое положение путем введения в баланс искусственного нематериального актива, описан в [Ковалев, 2004, с. 8, 9]).

**Резервный капитал.** Источники, отражаемые в этом подразделе, могут создаваться в хозяйствующем субъекте либо в обязательном порядке, либо в том случае, если это предусмотрено в учредительных документах. Резервный капитал представляет собой часть чистой прибыли фирмы, которая не может быть использована на выплату дивидендов. В части обязательного резервирования этот источник составляет незначительную долю в общем объеме финансирования.

**Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток).** Один из наиболее важных подразделов баланса, на который прежде всего обращают внимание пользователи (аналитики). Согласно нормативным документам в бухгалтерском балансе финансовый результат отчетного периода отражается как нераспределенная прибыль (непокрытый убыток) текущего отчетного периода за минусом причитающихся за счет прибыли установленных в соответствии с законодательством Российской Федерации налогов и иных аналогичных обязательных платежей, включая санкции за несоблюдение правил налогообложения. Предприятие должно отражать в балансе нераспределенную прибыль (непокрытый убыток) отчетного периода накопительным итогом с нача-

ла года. После распределения прибыли по окончании года решением собственников организации остаток нераспределенной прибыли присоединяется к нераспределенной прибыли прошлых лет. В случае получения убытка данные по указанным строкам баланса приводятся с минусом.

В соответствии с приказом Минфина РФ «О формах бухгалтерской отчетности организаций» от 22 июля 2003 г. № 67н нераспределенная прибыль отчетного года может не обособляться, а отражаться единой суммой вместе с нераспределенной прибылью прошлых лет.

Рассмотрим более подробно алгоритм формирования нераспределенной прибыли. Как известно, прибыль – это финансовый результат за отчетный период, исчисляемый как разница между всеми доходами и затратами, признанными таковыми в отчетном периоде; если эта разница положительна, имеем прибыль; в случае отрицательного ее значения имеем убыток. Чистая прибыль – это прибыль после расчета по налогам и обязательным платежам, т. е. это часть прибыли, оставшаяся в распоряжении собственников хозяйствующего субъекта. Именно они и обладают суверенным правом на ее использование, а делается это путем распределения чистой прибыли, утверждаемого собственниками (например, для акционерного общества – на общем собрании). Напомним, что чистая прибыль за период исчисляется по кредиту счета-экрана 99 «Прибыли и убытки» и переносится на счет 84 «Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)». В дальнейшем с учетом различных ограничений на использование прибыли, задаваемых нормативными документами, происходит ее распределение (заметим, что распределение может касаться не только прибыли отчетного года, но и нераспределенной прибыли прошлых лет): на выплату дивидендов, на формирование резервного капитала, на создание фондов и резервов, предусмотренных уставными документами, на корректировку уставного капитала и др. В советское время процедура распределения прибыли по фондам и резервам именовалась как *реформация баланса*. Таким образом, очевидно, что распределение прибыли вновь не связано напрямую с денежными потоками; грубо говоря, в результате распределения одна пассивная статья «Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)» заменяется на несколько, в сумме равных исходной. После распределения прибыли, т. е. формирования за счет ее ряда фондов и резервов, в кредите счета 84 (и, соответственно, по одноименной статье) остается действительно нераспределенная прибыль, т. е. формально не раскассированная по каким-то целевым фондам и резервам, а являющаяся обобщенным источником финансирования любых активов, представленных в активе баланса. Вновь подчеркнем, что создание фонда за счет прибыли не означает появления денежных средств – можно сформировать, например, фонд накопления, предна-

значенный для покупки основных средств, но если эти средства продаются за наличный расчет, а у предприятия нет денег на расчетном счете, то никакое средство нельзя будет купить несмотря на то, сколь бы ни был велик соответствующий фонд. Отсюда видно, что фонды, созданные из прибыли, фактически являются источниками покрытия (финансирования) всех активов фирмы, а их формирование говорит лишь о том, что предприятие планирует некоторые целевые расходы в будущем (например, то же самое приобретение станка).

В зависимости от того, какой баланс анализируется, содержательное наполнение и интерпретация балансовой статьи «Нераспределенная прибыль» может быть различной. Если годовой баланс составлен до собрания акционеров, то в случае обособления статьи «Нераспределенная прибыль отчетного года» в ней будет приведена вся чистая прибыль, полученная за истекший год. Если годовой баланс составлен сразу же после собрания акционеров, то в этой статье будет приведена лишь та часть чистой прибыли, которая осталась нераспределенной; другая ее часть будет представлена в неявном виде в других балансовых статьях (например, «Резервный капитал», «Задолженность участникам по выплате доходов» и др.).

Подчеркнем, что поскольку публикуется годовая отчетность, утвержденная собранием акционеров, и Минфин РФ не рекомендует обособлять нераспределенную прибыль отчетного года, в балансе будет приведена лишь кумулятивно накопленная нераспределенная прибыль, т. е. в нем не будет данных о чистой прибыли фирмы – эту информацию можно будет видеть только в отчете о прибылях и убытках. Иными словами, форма № 2 приобретает дополнительную самостоятельную значимость в плане информационного обеспечения пользователей.

**Раздел «Долгосрочные обязательства».** В этом и последующем разделах приводятся данные о заемных средствах, т. е. о средствах, которые предоставлены предприятию: (а) во временное пользование; (б) не собственниками предприятия; (в) как правило, на платной основе.

Разделение источников на долгосрочные и краткосрочные осуществляется в соответствии с требованием ПБУ 4/99, согласно которому активы и пассивы должны показываться в балансе с подразделением в зависимости от срока обращения (погашения) на долгосрочные (свыше одного года) и краткосрочные (до одного года включительно).

Таким образом, в разделе IV указывается задолженность по долгосрочным кредитам и займам, погашение которых должно иметь место в течение более чем одного года начиная с даты, на которую составлен баланс. Следует отметить, что согласно п. 73 Положения по ведению бухгалтерского учета и бухгалтерской отчетности предприятия должны отражать в отчетности кредиты и займы с учетом причитающихся

(т. е. начисленных, но еще не выплаченных) на конец отчетного периода процентов. Например, если предприятие получило на четыре года кредит в сумме 100 тыс. руб. с условием единовременного погашения основной суммы долга и процентов в размере 80% к сумме долга, то по истечении первого года предприятие покажет задолженность в сумме 120 тыс. руб. Это играет особенную роль в том случае, если сумма причитающихся процентов довольно велика (в частности, подобное имеет место в условиях значительной инфляции); приведение в балансе суммы основного долга вместе с процентами дает более реальную картину задолженности предприятия кредиторам.

Отметим, что в принципе не исключена и иная трактовка термина «причитающиеся проценты» – это вся сумма процентов, которую вынуждено будет в будущем заплатить предприятие; в этом случае при получении кредита предприятие покажет в балансе задолженность в сумме 180 тыс. руб. с одновременным уменьшением созданного ранее резерва или добавочного капитала на 80 тыс. руб. Такая трактовка имеет особое значение в случае, когда договор носит нерасторжимый характер; имеется в виду, что при его досрочном расторжении предприятие вынуждено будет не только вернуть основную сумму долга, но и выплатить в полном объеме проценты за весь срок пользования кредитом, изначально оговоренный в кредитном соглашении. Подобное представление задолженности дает более обоснованную характеристику резервного заемного потенциала предприятия и, кроме того, в полной мере соответствует одному из основных принципов бухгалтерского учета – принципу консерватизма.

В том случае, если предприятие имеет долгосрочный кредит, который согласно договору должен гаситься частями, то в разделе «Долгосрочные обязательства» показывается лишь та часть долга, которая будет погашена более чем через 12 месяцев от отчетной даты. Та часть долга, которую следует погасить в течение ближайших 12 месяцев, будет показана в балансе в разделе «Краткосрочные обязательства»; иными словами, долгосрочный кредит будет постепенно, частями перетекать из четвертого раздела в пятый.

По статье **«Отложенные налоговые обязательства»** (Deferred Income Tax Liability) отражается обусловленная временными разницей сумма недоплаты по налогу на прибыль в отчетном периоде, которая будет постепенно погашаться в последующие периоды путем увеличения очередных платежей по этому налогу. Отложенные налоговые обязательства учитываются на одноименном счете 77 и отражаются в балансе и отчете о прибылях и убытках. Кредитовое сальдо счета 77 показывает ту часть задолженности по налогу на прибыль, которая будет уплачена бюджету в последующие отчетные периоды. Отложенное налоговое обязательство появляется в учете и отчетности в ситуа-

ции, когда предприятие использует равномерную амортизацию для исчисления отчетной прибыли и ускоренную амортизацию по налоговым платежам. Очевидно, что в первые годы эксплуатации амортизируемого актива прибыль по учету будет больше, чем прибыль по расчетам с бюджетом, т. е. предприятие фактически заплатит бюджету меньшую сумму налога на прибыль, чем должно было бы заплатить. В активе останутся деньги на расчетном счете в сумме недоплаты, а в пассиве появится источник – отложенное налоговое обязательство. В последующие годы годовые амортизационные отчисления в рамках метода ускоренной амортизации будут меньше, нежели в рамках равномерной амортизации, т. е. предприятию придется платить относительно большие суммы, источником покрытия которых как раз и будет отложенное налоговое обязательство. Возможна и иная интерпретация: в первые годы списания актива предприятие недоплачивает деньги бюджету, но «запоминает» величину недоплаты путем создания своеобразного фонда «Отложенные налоговые обязательства», а в последние годы эта недоплата будет погашена за счет этого фонда. Подобная схема расчетов по налогу на прибыль, дающая, по сути, предприятию возможность получить от бюджета бесплатный налоговый кредит, активно применяется во многих странах как способ стимулирования инвестиционной деятельности – предприятию выгодно приобретать новые активы, потому что оно сразу же сможет воспользоваться ускоренной амортизацией в целях налогообложения, т. е. получить от государства бесплатное финансирование.

Подчеркнем, что операции по счету 77 «Отложенные налоговые обязательства» касаются лишь движения денежных средств, но не затрагивают алгоритмов исчисления публично объявляемой отчетной прибыли: предприятие будет делать платеж позже, чем требуется по учету, а потому у него временно сохраняются деньги на расчетном счете и одновременно появляется задолженность перед бюджетом в виде отложенного налогового обязательства.

**Раздел «Краткосрочные обязательства».** Здесь отражается кредиторская задолженность (банкам, поставщикам, бюджету, работникам и др.), подлежащая погашению в течение двенадцати месяцев, начиная с даты, на которую составлен баланс.

**Займы и кредиты.** В этом подразделе сгруппированы статьи, характеризующие краткосрочные кредиты и займы, погашение которых должно иметь место в течение 12 месяцев, начиная с даты, на которую составлен баланс. В бухгалтерской отчетности краткосрочные кредиты и займы также должны отражаться с учетом причитающихся, т. е. начисленных, на конец отчетного периода процентов.

**Кредиторская задолженность.** В этом подразделе сгруппированы статьи, характеризующие так называемую спонтанную кредитор-

скую задолженность, т. е. задолженность, которая очень тесно связана с масштабами производственной деятельности. Кредиторы – это юридические и физические лица, которым должно данное предприятие.

Статья *«Поставщики и подрядчики»* обычно занимает основной удельный вес в данном подразделе. Здесь показывается сумма задолженности поставщикам и подрядчикам за поступившие материальные ценности, выполненные работы и оказанные услуги, а также задолженность поставщикам по неотфактурованным<sup>1</sup> поставкам; эти виды задолженности отражаются в суммах, определенных в соответствующих документах.

Если предприятие выдало вексель в счет поставки, то сумма задолженности определяется в размере, приведенном в векселе. По векселям, выданным за выполненные работы и оказанные услуги, в течение срока действия векселя проценты по нему могут учитываться на счете расходов будущих периодов.

Начисленные, но не выплаченные организацией суммы оплаты труда, суммы задолженности по отчислениям на социальное страхование, пенсионное обеспечение и медицинское страхование работников организации, а также в фонд занятости, суммы задолженности предприятия по всем видам платежей в бюджет показываются в бухгалтерском балансе отдельно в одноименных статьях. Указанные суммы по каждому виду должны быть показаны развернуто.

Кредитовое сальдо по счетам расчетов между материнской организацией, дочерними и зависимыми организациями приводятся в балансе в одноименной статье в составе кредиторской задолженности.

Задолженность предприятия перед своими учредителями и акционерами также обособляется в одноименной статье в составе кредиторской задолженности. Если участники организации являются ее работниками, то начисление и выплата дивидендов происходит по счетам учета расчетов по оплате труда.

По статье *«Прочие кредиторы»* показывается задолженность предприятия по расчетам, не нашедшим отражения по другим статьям данной группы. В частности, по этой статье отражаются задолженность по платежам по обязательному и добровольному страхованию имущества и работников предприятия и другим видам страхования, в которых это предприятие является страхователем; задолженность по отчислениям во внебюджетные фонды и другие специальные фонды в соответствии с установленным законодательством Российской Федерации поряд-

---

<sup>1</sup> Поступление товаров, за которые не получены платежные требования от поставщика, называется неотфактурованной поставкой. В этом случае факт принятия товаров к учету оформляется специальным актом, один экземпляр которого направляется поставщику с предложением выслать платежное требование.

ком; сумма арендных обязательств арендованного предприятия за основные средства, переданные ей на условиях договора финансового лизинга и т. д.

*Доходы будущих периодов.* В этом подразделе отражаются источники средств, полученных в отчетном периоде, но относящихся к будущим отчетным периодам (арендная плата, плата за коммунальные услуги и т. п.), а также иные суммы, учитываемые в соответствии с правилами бухгалтерского учета на счете «Доходы будущих периодов». К ним относятся: (а) недостачи товарно-материальных ценностей, выявленные за отчетный период; (б) безвозмездно полученные ценности; (в) разница между взыскиваемой с виновных лиц суммой за недостающие или испорченные товарно-материальные ценности и их стоимостью по учетным ценам.

*Резервы предстоящих расходов.* В этом подразделе показываются остатки средств, зарезервированных организацией в соответствии с учетной политикой для целей равномерного включения предстоящих расходов в издержки производства или обращения отчетного периода и переходящие на следующий год. К указанным резервам относятся резервы на предстоящую оплату отпусков работникам, выплату ежегодного вознаграждения за выслугу лет, выплату вознаграждений по итогам работы за год, ремонт основных средств, гарантийный ремонт и гарантийное обслуживание и др.

## **1.5. Хозяйственные операции и их влияние на состав и структуру источников**

В технологическом смысле функционирование предприятия можно представлять как совокупность хозяйственных операций. Эти операции имеют как внутрифирменную, так и внефирменную направленность. Иными словами, некоторые операции затрагивают лишь структуру активов и (или) пассивов, но не сказываются на величине средств и их источников, другие меняют валюту баланса, т. е. приводят к ее наращиванию или снижению. Из самой техники составления бухгалтерского баланса как информационной картинки, отражающей состояние хозяйственной жизни фирмы, несложно понять, что, во-первых, эта картинка в принципе может быть получена в любой момент времени, и, во-вторых, любая хозяйственная операция сказывается на ней. По виду воздействия на баланс все операции группируются в четыре типа:

- 1) равновеликим образом возрастают актив и пассив баланса, меняются их структурные представления;
- 2) равновеликим образом уменьшаются актив и пассив баланса, меняются их структурные представления;



3) меняются отдельные статьи актива баланса, что приводит к структурным изменениям в составе средств фирмы, при этом валюта баланса и его пассивная сторона остаются без изменений;

4) меняются отдельные статьи пассива баланса, что приводит к структурным изменениям в составе источников средств фирмы, при этом валюта баланса и его активная сторона остаются без изменений.

Несложно заметить, что подавляющее большинство хозяйственных операций сказываются на состоянии источников финансирования фирмы. Пассивная сторона баланса исключительно динамична, кроме того, в зависимости от выбранной инвестиционно-финансовой политики и успешности работы фирмы этой динамике может быть присуща более или менее приемлемая тенденция. Охарактеризуем некоторые из возможных тенденций.

**Рост общей суммы источников финансирования.** Эта тенденция является наиболее часто встречающейся. Любое предприятие стремится к наращиванию своего экономического потенциала путем расширения объемов производства, генерирования прибыли, целевого привлечения средств (например, банковские кредиты), спонтанного увеличения источников (оправданный рост кредиторской задолженности, обусловленный ростом производства). Если в структуре источников не наблюдается неблагоприятных изменений, данная тенденция безусловно является приемлемой и благоприятной.

**Рост доли собственного капитала.** Увеличение доли раздела «Капитал и резервы» возможно по трем основным причинам: (а) по итогам отчетного периода фирма получила прибыль, которая не была изъята собственниками, т. е. осталась реинвестированной в ее активах; (б) собственники фирмы сделали дополнительные взносы (например, произошла дополнительная эмиссия акций); (в) была проведена переоценка долгосрочных активов, результаты которой проявляются в увеличении суммы по статье «Добавочный капитал». Типовой характер носит первая ситуация – генерирование прибыли; она же и наиболее желательна. Дополнительные взносы (эмиссии) являются весьма редким событием и осуществляются чаще всего для реализации масштабных проектов по наращиванию объемов деятельности, ее диверсификации, открытия принципиально новых направлений, освоения новых рынков и др. В принципе такие операции могут совершаться и в случае неблагоприятного финансового положения (например, делаются взносы на пополнение оборотных средств (подобное характерно для малого и среднего бизнеса). Рост доли собственного капитала свидетельствует о росте уровня финансовой независимости фирмы и повышении ее резервного заемного потенциала (т. е. способности привлекать заемные средства на весьма выгодных или по крайней мере среднерыночных условиях).

**Рост добавочного капитала по сумме и доле в составе источников собственных средств.** Тенденция благоприятна только в том случае, если рост произошел в результате дополнительной эмиссии акций, когда цена размещения превысила номинал (это означает, что акции фирмы оцениваются рынком выше их учетной оценки). Кроме того, подобное размещение сопровождалось реальным притоком денежных средств. Если добавочный капитал увеличился за счет дооценки основных средств, то в этом случае никакого притока денежных средств не произошло, кроме того, реалистичность и обоснованность наращивания в значительной степени зависят от профессионального уровня оценщиков. Иными словами, исходя из принципа осторожности, к этому изменению нужно относиться с большой осторожностью. Переоценки могут иметь целью наращивание стоимостной величины имущественной массы фирмы как потенциального обеспечения привлекаемых кредитов – суммы условные могут трансформироваться в реальные денежные потоки.

**Рост доли нераспределенной прибыли в составе источников собственных средств.** Свидетельствует (а) об успешности работы фирмы и (б) о том, что доходность капитала вполне устраивает собственников фирмы, а потому они не считают целесообразным изымать полученную прибыль на цели потребления или реализации альтернативных инвестиционных возможностей.

**Рост долгосрочных обязательств по сумме и доле в валюте баланса.** Возможен в основном в случае эмиссии облигационного займа или привлечения долгосрочного кредита. По мере «взросления» фирмы и выхода на стабильный режим функционирования в ней складывается определенное соотношение между собственным и заемным капиталами (третий и четвертый разделы баланса). Рентабельная работа и реинвестирование прибыли приводят со временем к периодическим единовременным наращиваниям объемов заемного капитала, имеющим целью поддерживать желаемое соотношение между долгосрочными источниками финансирования. Если рост заемного капитала не повышает значимо уровень финансовой зависимости фирмы и не сказывается на уровне ее резервного заемного потенциала, тенденция рассматривается как положительная. Неоправданный рост доли долгосрочных обязательств в валюте баланса, приводящий к существенным структурным сдвигам в капитале фирмы, может иметь в будущем негативные последствия, поскольку привлеченный заемный капитал требует постоянных расходов на его поддержание (процентные расходы) – недостаточность поступлений от текущей деятельности может привести к возникновению просроченных обязательств со всеми вытекающими отсюда последствиями.

**Рост краткосрочных обязательств по сумме и доле в валюте баланса.** В основном имеет место при наращивании объемов производства – появляется дополнительная кредиторская задолженность в связи большими объемами поставляемого сырья, материалов, полуфабрикатов. Если объемы производства не растут, но кредиторская задолженность увеличивается, это может свидетельствовать о негативной тенденции, выражающейся в замедлении оборачиваемости оборотных средств, увеличении продолжительности операционного цикла и обусловленных этим потерях прямых (дополнительные расходы в связи с несвоевременным погашением кредиторской задолженности, потери от усушки, утруски и порчи сырья и материалов и др.) и косвенных (упущенные доходы от неиспользования средств, омертвленных в излишних запасах оборотных активов).

## 1.6. Прибыль в системе источников финансирования фирмы

Прибыль представляет собой одно из ключевых понятий бизнеса. Ее роль многоаспектна: прибыль является основным целевым показателем деятельности фирмы, за счет ее удовлетворяются интересы собственников, она входит в число базовых источников финансирования фирмы. Вместе с тем понятие прибыли весьма неопределенно в плане ее алгоритмизации.

В наиболее общем виде *прибыль* (Profit, Income) можно определить как некий доход от операции, требовавшей изначально определенной инвестиции и (или) расхода, проявляющийся в увеличении совокупного экономического потенциала инвестора по окончании (фактическом или условном) данной операции.

С некоторой долей условности можно обособить три базовых подхода к идентификации и определению прибыли как одного из основополагающих индикаторов успешности деятельности фирмы: (1) академический, (2) предпринимательский и (3) бухгалтерский (названия условные) (подробнее см.: [Ковалев, 2006(а), гл. 13]). Суть первого подхода заключается в исчислении прибыли с учетом экономически обоснованных доходов и расходов, а в качестве базовой категории выступает *прибыль экономическая*, представляющая собой гипотетическую величину, определяемую как разница между доходами фирмы и ее экономическими издержками, предусматривающими учет затрат отвергнутых возможностей (альтернативных затрат)<sup>1</sup>. В рамках второ-

---

<sup>1</sup> Напомним, что под экономическими издержками понимается совокупная стоимость других благ, которые можно было бы теоретически приобрести при максимально выгодном использовании имевшихся ресурсов.

го подхода прибыль определяется как результат изменения чистых активов фирмы. Базовой категорией является *прибыль предпринимательская*, понимаемая как изменение рыночной капитализации, т. е. как прирост капитала собственников (за исключением операций по преднамеренному его изменению, например дополнительная эмиссия, выплата дивидендов и др.), имевший место в отчетном периоде и проявляющийся в увеличении ее чистых активов, исчисляемых как капитализированная стоимость будущих чистых поступлений за минусом обязательств. Третий подход предполагает исчисление прибыли как разницы между признанными доходами и затратами (расходами) фирмы, относимыми к отчетному периоду; базовая категория – *прибыль бухгалтерская*. Первый подход к определению прибыли является сугубо теоретическим<sup>1</sup> и вряд ли имеет практическое приложение; второй подход с определенной условностью реализуем лишь в отношении листинговых компаний; третий подход может быть распространен на любые организационно-правовые формы ведения бизнеса.

С позиции сущностного отображения факторов формирования прибыли, представления счетных алгоритмов и их информационного обеспечения именно последний подход представляется наиболее приемлемым и практически реализуемым. К его несомненным преимуществам относятся: (а) существенное снижение (но, заметим, не исключение!) уровня субъективности при расчете прибыли; (б) возможность приложения к любой коммерческой организации, ведущей учет в соответствии с принятыми регулятивами; (в) наличие унифицированной и хорошо структурированной информационной базы (данные бухгалтерского учета), инвариантной по отношению к виду деятельности фирмы, ее размерам и организационно-правовой форме; (г) наличие поддающейся унификации и верифицированию методики и техники расчета прибыли. Тем не менее и в этом случае имеют место определенные сложности методологического и методического характера.

В наиболее общем виде прибыль ( $P$ ) может быть представлена как функция от двух параметров – доходов ( $R$ ) и расходов ( $Ex$ ):

$$P = f(R, Ex) = R - Ex = \sum_{j=1}^n R_j - \sum_{k=1}^m Ex_k, \quad (1.2)$$

где  $R_j$  –  $j$ -й вид доходов фирмы,  $j = 1, 2, \dots, n$ ;  
 $Ex_k$  –  $k$ -й вид расходов (затрат),  $k = 1, 2, \dots, m$ .

Понятия доходов и расходов довольно неоднозначны. Наиболее четкие их определения можно найти в Положениях по бухгалтерскому

<sup>1</sup> Основная причина заключается в практической невозможности обоснованной идентификации видов альтернативных затрат и расчета их величины.

учету – ПБУ 9/99 «Доходы организации» и ПБУ 10/99 «Расходы организации» [Нормативная база...].

С позиции теории *доходы* (Revenue, Income) – это увеличение экономических выгод предприятия в результате поступления активов (денежных средств, иного имущества) и (или) погашения обязательств в ходе обычной деятельности, приводящее к увеличению капитала собственников этого предприятия, за исключением их вкладов. С позиции практики данным понятием обозначаются валовые поступления экономических выгод в ходе деятельности предприятия, состоящие из двух частей. Под *экономической выгодой* (Economic Benefit) понимается заключенный в активе потенциал прямого или косвенного превращения его в поток денежных средств или их эквивалентов, к которым относятся, как правило, высоколиквидные ценные бумаги. Основа доходов – это выручка в виде доходов от обычных видов деятельности (продажа продукции и оказание услуг, предусмотренных уставными документами). Другую часть доходов составляют прочие поступления, называемые операционными и внереализационными доходами (полученные штрафы, доход от продажи оборудования, поступления от сдачи активов в аренду и др.).

*Расходами* (Cost) предприятия признается уменьшение экономических выгод в результате выбытия активов (денежных средств, иного имущества) и (или) возникновения обязательств, приводящее к уменьшению капитала этого предприятия, за исключением уменьшения вкладов по решению участников (собственников имущества).

Из (1.2) с очевидностью следует, что, варьируя набором показателей доходов и расходов, а также их оценками, можно получать показатели прибыли, различающиеся по сущностному наполнению и величине. Первый параметр (варьирование составом компонентов прибыли) обеспечивает получение таких видов прибыли, как валовая, операционная, чистая и др. Второй параметр (варьирование оценками) позволяет менять значение прибыли. Например, оценка запасов, списываемых на себестоимость, может выполняться различными методами (в числе основных – ФИФО и ЛИФО<sup>1</sup>), а выбор метода существенно сказывается на величине конечного финансового результата.

---

<sup>1</sup> Согласно методу ФИФО («First-In, First-Out», FIFO, «первый на приход, первый на списание») запасы сырья и материалов списываются на себестоимость производимой продукции по мере их поступления, т. е. по ценам первых партий, а потому выходные запасы в балансе будут оценены по ценам последних купленных партий. Метод ЛИФО («Last-In, First-Out», LIFO, «последний на приход, первый на списание») действует ровно наоборот: запасы на производство списываются в порядке, обратном их поступлению, а потому выходные запасы будут оценены по ценам первых купленных партий.

В публичной отчетности прибыль отражается в нескольких формах, включая баланс и отчет о прибылях и убытках, причем в различных аспектах. Наиболее информативным документом является отчет о прибылях и убытках, в котором можно видеть чистую прибыль, полученную<sup>1</sup> фирмой по итогам отчетного периода. Действующими в России бухгалтерскими регулятивами не предусматривается демонстрация в балансе прибыли отчетного периода – здесь отражается лишь нераспределенная прибыль<sup>2</sup>. Указанное обстоятельство предопределяет самостоятельную значимость упомянутых отчетных форм.

Прибыль, не изъятая собственниками в виде дивидендов, накапливается с течением лет и отражается в балансовой статье «Нераспределенная прибыль» как самостоятельный источник. Иными словами, это постоянно увеличивающийся источник. С формальных позиций, собственный капитал (т. е. источники, приведенные в разделе «Капитал и резервы») может наращиваться следующими основными способами: (1) дополнительные взносы собственников (фактических и вновь появившихся); (2) рост нераспределенной прибыли; (3) переоценка активов фирмы; (4) эмиссионный доход (как результат продажи вновь эмитируемых акций по цене выше номинала); (5) безвозмездные поступления. Из всех этих способов именно рост нераспределенной прибыли является регулярно повторяющимся и перманентно присутствующим событием и фактором наращивания ресурсной массы фирмы.

Как отмечалось выше, полученная по итогам отчетного года чистая прибыль подлежит распределению. В частности, она может быть использована для начисления дивидендов; осуществляется эта процедура в рамках дивидендной политики. Данная политика затрагивает интересы двух сторон: (а) собственников фирмы и (б) фирму как самостоятельное юридическое лицо. Решение о выплате дивидендов принимают собственники фирмы, а его подоплекой служат следующие основные обстоятельства, проявляющиеся как тенденция в общей совокупности собственников: (а) желание получить средства на текущее потребление; (б) наличие альтернативных инвестиционных возможностей с приемлемой нормой доходности; (в) стремление к диверсификации своего инвестиционного портфеля.

Если для собственников фирмы дивиденды представляют собой доход, т. е. желаемое событие, то для фирмы дивиденды – это отток

---

<sup>1</sup> Как уже отмечалось, прибыль весьма вариативна и субъективна по своей величине, а потому правильнее говорить не о полученной прибыли, а о прибыли, признанной предприятием и показанной им в публичной отчетности.

<sup>2</sup> Заметим в этой связи, что активно использовавшееся экономистами понятие балансовой прибыли как синонима конечного финансового результата по итогам периода ныне потеряло свое первоначальное значение.

средств (как правило, весьма значительный), т. е. событие, строго говоря, нежелательное. Дело в том, что средства фирмы обычно «находятся в деле», т. е. они не омертвляются в виде денежных средств. Поэтому начисление и выплата дивидендов сопровождаются необходимостью учета ряда существенных последствий. В частности, необходимо аккумулировать денежные средства в требуемом объеме: либо взять в банке кредит, либо постепенно накопить на счете средства, поступающие от продажи продукции. Услуги банка не бесплатны, а потому первый вариант сопряжен с прямыми расходами. Что касается использования действующих активов фирмы, то следствием этого варианта является определенное снижение объема оборотных средств, циркулирующих в текущей деятельности. Поскольку свободных денег, как правило, не бывает, подобная операция не всегда возможна, а если она все же имеет место, то фирма может испытывать некоторые трудности в финансировании текущей деятельности, и потому появляется вполне естественное желание восполнить средства, потраченные на выплату дивидендов. Иными словами, потраченная в ходе реализации часть источника «Капитал собственников» должна быть каким-то образом компенсирована. Отсюда следует очевидный вывод, дивидендная политика является одним из важнейших компонентов общей системы управления финансовой структурой фирмы.

### **Материалы для самостоятельной работы**

**Дайте определение следующим ключевым понятиям:** фирма, предприятие, право собственности, проект инвестирования, проект финансирования, актив, валюта баланса, неликвид, собственные оборотные средства, капитал, обязательство, уставный капитал, резервный капитал, добавочный капитала, реформация баланса, прибыль.

### **Вопросы для обсуждения**

1. Что такое «предприятие»? Как этот термин трактуется в отечественном законодательстве?
2. Охарактеризуйте отношения, связывающие фирму и рынки.
3. В какой степени государство влияет на состав и структуру финансовой отчетности? Являются ли форматы отчетности обязательными?
4. Проследите, каким образом менялась бухгалтерская отчетность в нашей стране по составу и структуре. Какие изменения вам представляются наиболее существенными?
5. Нельзя ли всю отчетность свести к балансу?
6. В чем вы видите индивидуальную значимость каждой отчетной формы?
7. Охарактеризуйте логику структурирования бухгалтерского баланса.
8. Какие трактовки актива и пассива баланса вы знаете?

9. В чем принципиальное различие между активом и пассивом баланса?
10. При каких условиях некоторый ресурс может признаваться как актив и отражаться на балансе фирмы?
11. Что такое неликвид? Приведите примеры.
12. Рассмотрите с позиции различных лиц, заинтересованных в фирме, баланс в целом и пассив баланса в частности. Какие претензии к балансу (в плане информирования) они могут высказывать? Можно ли найти устраивающий всех вариант представления отчетных данных?
13. Проанализируйте каждую статью пассива баланса с позиции: (а) благоприятности ее изменения в динамике, (б) возможных причин изменения.
14. Какие значимые структурные изменения в пассиве баланса вам представляются: (а) благоприятными, (б) неблагоприятными?
15. Прокомментируйте смысл статьи «Собственные акции, выкупленные у акционеров». Почему эта статья представлена не в активе, а в пассиве баланса?
16. Где хранится резервный капитал, представленный в одноименной пассивной статье?
17. Приведите примеры хозяйственных операций, приводящих к изменению: (а) валюты баланса, (б) структуры пассива баланса.
18. Охарактеризуйте различные виды прибыли.
19. Считаете ли вы оптимальным рекомендуемый текущими регулятивами вариант представления прибыли в балансе? Предложите иные варианты представления. Можно ли реализовать на практике ваше предложение?
20. Директор принял решение о покупке дорогостоящего станка за счет прибыли. Кто будет собственником станка?



## Глава 2

### **БАЗОВЫЕ МОДЕЛИ И АЛГОРИТМЫ В УПРАВЛЕНИИ ФИНАНСОВОЙ СТРУКТУРОЙ ФИРМЫ**

После изучения этой главы вы сможете получить представление:

- о роли финансовых вычислений в проектах финансирования;
- о методах оценки денежных потоков;
- о базовых моделях, применяемых при проведении операций на финансовом рынке;
- о моделях оценки капитальных финансовых активов;
- о сущности риска и подходах к его оценке;
- о финансовом левеидже как характеристике финансовой структуры фирмы.

Финансовая структура успешно и стабильно работающей фирмы довольно инерционна. В последующих главах книги будет показано, что, во-первых, подавляющее большинство источников являются платными, во-вторых, стоимости источников разнятся, в-третьих, между значениями стоимости различных источников существуют определенные взаимосвязи, в-четвертых, структурные изменения в источниках финансирования приводят к изменениям в относительном уровне расходов, которые фирма вынуждена нести на поддержание той или иной финансовой структуры. Если эти расходы критически высоки, деятельность фирмы становится неэффективной, и при определенных условиях фирма может обанкротиться. Именно этим обстоятельством обуславливается значимость действий по управлению финансовой структурой фирмы.

По составу, объемам и структуре источники финансирования могут меняться как спонтанно, так и предсказуемо или преднамеренно. Спонтанность касается прежде всего краткосрочных источников и может проявляться в различных вариантах. Например, предприятие заключило с поставщиком договор на приобретение сырья и материалов. Объемы закупаемого сырья варьируют в зависимости от конъюнктуры рынка, сезонности, намерений фирмы в отношении новых рынков сбыта своей продукции и др. Поскольку оплата сырья осуществляется обычно с условием отсрочки платежа, увеличение (уменьшение) объема закупки приводит к росту (уменьшению) кредиторской задолженности, т. е. величина и структура краткосрочных источников финансирования могут существенно колебаться. Расширение объемов производства сопровождается ростом задолженности перед бюджетом по налогам и сборам.

Однако гораздо большее значение имеют преднамеренные изменения финансовой структуры. Касаются они в основном долгосрочных источников. Капитал собственников может меняться (и меняется) плавно в сторону его наращивания за счет реинвестирования прибыли. Здесь не требуется проведения каких-либо специальных расчетов и процедур. Масштабное изменение может иметь место в результате дополнительной эмиссии акций. Здесь уже предполагаются определенные расчеты, обоснования; кроме того, нередко необходимо и публичное объяснение предполагаемой (или проводимой) операции.

В группе источников «Заемный капитал» наиболее существенны два источника: «Облигационный заем» и «Банковский кредит». Мобилизация этих источников всегда имеет исключительно важное следствие – повышение зависимости фирмы от сторонних лиц, т. е. рост финансового риска фирмы. А потому изменение величины и структуры капитала фирмы представляет собой стратегически важное решение и предполагает проведение расчетов по определению стоимости нового или наращиваемого источника, оценке влияния этих изменений на величину среднего относительного уровня расходов по поддержанию новой финансовой структуры, оценке изменений в уровне финансового риска. В основе расчетов – модели оценки финансовых активов и финансового левериджа.

## **2.1. Моделирование и оценка финансовых операций**

### **2.1.1. Время как фактор изменения капитала**

Оценка целесообразности любой финансовой операции предполагает учет временной ценности денежных средств. В наиболее общем виде смысл понятия «временная ценность (стоимость) денег» может быть выражен следующим утверждением: рубль, имеющийся в распоряжении сегодня, и рубль, ожидаемый к получению в некотором будущем, не равны, а именно, первый имеет большую ценность по сравнению со вторым. Это обстоятельство следует принимать во внимание как при использовании источников финансирования, так и при их мобилизации.

С позиции количественных оценок действие фактора времени описывается в терминах процессов наращивания и дисконтирования. В финансовых вычислениях процесс, в котором заданы исходная сумма  $PV$  и процентная ставка  $r$  (в данном случае она называется ставкой наращивания), называется *процессом наращивания*; процесс, в котором заданы ожидаемая в будущем к получению (возвращаемая) сумма  $FV$  и процентная ставка  $r$  (в данном случае она называется ставкой дисконтирования), называется *процессом дисконтирования*. В первом случае речь

идет о движении денежного потока от настоящего к будущему, во втором – о движении от будущего к настоящему.

Финансовую операцию можно представить как некоторую комбинацию типовых проектов инвестирования и (или) финансирования. В простейшем случае типовой проект инвестирования означает вложение исходной суммы  $S$  с ожиданием ее возврата через базисный период времени; типовой проект финансирования означает привлечение суммы  $S$  от некоторого лица с намерением вернуть ее по истечении базисного периода. В каждом случае речь идет об операции, связывающей кредитора (т. е. лица, предоставляющего средства) и должника (т. е. лица, получившего средства в пользование). Поскольку кредитор на определенное время лишается своих средств, он вправе ожидать возврата не только предоставленной им суммы  $S$ , но и некоторой надбавки  $\Delta S$ . Иными словами, по окончании операции лицо, инвестирующее сумму  $S$ , ожидает получить сумму  $(S + \Delta S)$ ; лицо, привлекшее сумму  $S$ , должно будет вернуть сумму  $(S + \Delta S)$ . В этой надбавке  $\Delta S$  как раз и проявляется действие фактора времени (в известном смысле время генерирует деньги), а его учет осуществляется путем задания определенной процентной ставки  $r$  и некоторой схемы начисления процентов. Стандартным временным интервалом для характеристики финансовых операций является один год, поэтому в финансовых контрактах обычно фигурирует годовая процентная ставка. В зависимости от вида операции могут применяться различные схемы начисления, однако для операций долгосрочного характера типовой является схема сложных процентов, предполагающая капитализацию очередных начисленных процентов и, следовательно, постоянный рост базы начисления.

Нарращение и дисконтирование по схеме сложных процентов соответственно задаются формулами:

$$FV_n = PV(1 + r)^n = PV \cdot FM1(r, n), \quad (2.1)$$

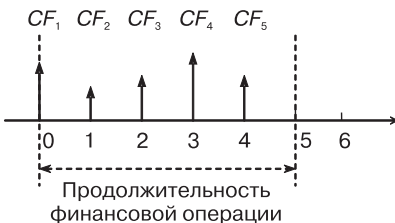
$$PV = \frac{FV_n}{(1 + r)^n} = FV_n \cdot FM2(r, n), \quad (2.2)$$

- где  $PV$  – инвестируемый капитал в (2.1) или дисконтированная стоимость в (2.2);
- $FV$  – наращенный капитал в (2.1) или ожидаемая к получению стоимость в (2.2);
- $r$  – ставка наращивания в (2.1) или ставка дисконтирования в (2.2);
- $n$  – число базисных периодов;
- $FM1(r, n)$  – множитель наращивания (или мультиплицирующий множитель для единичного платежа);
- $FM2(r, n)$  – множитель дисконтирования (или дисконтирующий множитель для единичного платежа).

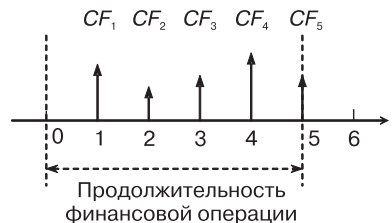
Множитель  $FM1(r, n) = (1 + r)^n$  можно проинтерпретировать следующим образом: он показывает, чему будет равна одна денежная единица (один рубль, один доллар, одна йена и т. п.) через  $n$  периодов при заданной процентной ставке  $r$ . Экономический смысл множителя  $FM2(r, n) = 1 / (1 + r)^n$  таков: он показывает «сегодняшнюю» цену одной денежной единицы будущего, т. е. чему с позиции текущего момента равна одна денежная единица (например, один рубль), циркулирующая в сфере бизнеса  $n$  периодов спустя от момента расчета, при заданных процентной ставке (доходности)  $r$  и частоте начисления процента. Можно дать и такую весьма наглядную интерпретацию:  $FM2(r, n)$  – это сумма, которую инвестор готов отдать «сегодня», чтобы «завтра», т. е.  $n$  базисных периодов спустя, получить одну денежную единицу (например, один рубль).

В проектах инвестирования и финансирования чаще всего имеют дело не с единичным платежом, а с потоком платежей, или с *денежным потоком* (Cash Flow), как множеством распределенных во времени выплат (оттоков) и поступлений (притоков), понимаемых в широком смысле:  $\{CF_k\}$ ,  $k = 1, 2, \dots, n$ . Элементы потока могут быть либо независимыми, либо связанными между собой определенным алгоритмом. Временные периоды между элементами денежного потока обычно предполагаются равными. Кроме того, для простоты изложения материала в этой главе предполагается, что элементы денежного потока являются однонаправленными, т. е. нет чередования оттоков и притоков денежных средств. Также считается, что генерируемые в рамках одного временного периода поступления имеют место либо в его начале, либо в его конце, т. е. они не распределены внутри периода, а сконцентрированы на одной из его границ. В первом случае поток называется потоком *пренумерандо*, или авансовым, во втором – потоком *постнумерандо* (рис. 2.1).

а) Поток пренумерандо



б) Поток постнумерандо



**Рис. 2.1. Графическое представление потоков постнумерандо и пренумерандо**

Денежные потоки оцениваются в рамках прямой и обратной задач. Прямая задача предполагает суммарную оценку наращенного денежного потока, т. е. в ее основе лежит будущая стоимость: к каждому эле-

менту потока применяется формула (2.1), что позволяет все элементы привести к концу потока и исчислить их сумму ( $FV$ ). Величина  $FV$  интерпретируется следующим образом. Представим ситуацию, когда в начале (или в конце) очередного  $k$ -го базисного периода на банковский счет вкладывается сумма  $CF_k$ , при этом банк начисляет сложные проценты по ставке  $r$ . Тогда по окончании операции, продолжающейся  $n$  базисных периодов, на счете будет сумма  $FV$ .

Обратная задача предполагает суммарную оценку дисконтированного (приведенного) денежного потока. Дисконтирование осуществляется с помощью формулы (2.2), применяемой к каждому элементу потока, что позволяет все элементы привести к началу потока и исчислить их сумму ( $PV$ ). Интерпретация величины такова. Представим ситуацию, что инвестор имеет возможность получить в будущем серию платежей (доходы, проценты: дивиденды и т. п.):  $\{CF_k\}$ ,  $k = 1, 2, \dots, n$ . Если инвестора устраивает доходность в  $r$  процентов, то  $PV$  представляет собой ту сумму, которую он готов заплатить сегодня за возможность обладания в будущем потоком  $\{CF_k\}$ .

Частным случаем денежного потока является *аннуитет*. Наиболее распространено понимание аннуитета как денежного потока с равными элементами ( $CF_k = \text{const}$ ,  $k = 1, 2, \dots, n$ ), имеющими место через равные промежутки времени. Возможна ситуация, когда поток бесконечен.

Для оценки будущей и дисконтированной (приведенной) стоимости аннуитета можно пользоваться формулами (2.1) и (2.2); вместе с тем благодаря специфике аннуитетов в отношении равенства денежных поступлений расчеты могут быть существенно упрощены. В частности, значения будущей стоимости аннуитетов постнумерандо и пренумерандо при заданных величинах регулярного поступления ( $A$ ) и процентной ставке ( $r$ ) находятся соответственно по формулам (2.3) и (2.4):

$$FV_{pst}^a = A \cdot FM3(r, n), \quad (2.3)$$

$$FV_{pre}^a = FV_{pst}^a \cdot (1+r) = A \cdot FM3(r, n) \cdot (1+r), \quad (2.4)$$

где

$$FM3(r, n) = \sum_{k=1}^n (1+r)^{n-k} = \frac{(1+r)^n - 1}{r}. \quad (2.5)$$

Экономический смысл  $FM3(r, n)$ , называемого мультиплицирующим множителем для аннуитета, заключается в следующем: он показывает, чему будет равна суммарная величина срочного аннуитета в одну денежную единицу (например, один рубль) к концу срока его действия. Предполагается, что производится лишь начисление денеж-

ных сумм, а их изъятие может быть сделано по окончании срока действия аннуитета.

Обратная задача оценки срочных аннуитетов постнумерандо и пренумерандо, являющаяся, в частности, основной при оценке финансовых активов или анализе инвестиционных проектов, денежные притоки которых имеют вид аннуитетных поступлений, также решается с помощью стандартных формул. А именно, значения дисконтированной стоимости аннуитетов постнумерандо и пренумерандо соответственно находятся по формулам (2.6) и (2.7):

$$PV_{pst}^a = A \cdot FM4(r\%, n), \quad (2.6)$$

$$PV_{pre}^a = PV_{pst}^a \cdot (1+r) = A \cdot FM4(r, n) \cdot (1+r), \quad (2.7)$$

где

$$FM4(r, n) = \sum_{k=1}^n \frac{1}{(1+r)^k} = \frac{1 - (1+r)^{-n}}{r}. \quad (2.8)$$

Экономический смысл  $FM4(r, n)$ , называемого дисконтирующим множителем для аннуитета, заключается в следующем: он показывает, чему равна с позиции текущего момента величина аннуитета с регулярными денежными поступлениями в размере одной денежной единицы (например, один рубль), продолжающегося  $n$  равных периодов с заданной процентной ставкой  $r$ .

Для бессрочного аннуитета имеет смысл лишь обратная задача, при этом оценка дисконтированной стоимости аннуитета постнумерандо (пренумерандо) рассчитывается соответственно по формулам:

$$PV_{pst}^{a\infty} = \frac{A}{r}. \quad (2.9)$$

$$PV_{pre}^{a\infty} = \frac{A}{r} \cdot (1+r). \quad (2.10)$$

Заметим, что для удобства пользования мультиплицирующими и дисконтирующими множителями  $FM1(r, n)$ ,  $FM2(r, n)$ ,  $FM3(r, n)$ ,  $FM4(r, n)$  их значения табулированы для различных сочетаний  $\{r, n\}$ . Примеры таблиц можно найти, например, в [Ковалев, 2006(а)]. Приведенные обозначения факторных множителей являются условными; в англоязычной и переводной литературе достаточно широко распространены следующие обозначения (в порядке соответствия):  $FVIF(r, n)$ ,  $PVIF(r, n)$ ,  $FVIFA(r, n)$ ,  $PVIFA(r, n)$ , представляющие собой аббревиатуры соответствующих англоязычных наименований этих множителей: Future-Value Interest Factor, Future-Value Interest Factor for an Annuity, Present-Value Interest Factor, Present-Value Interest Factor for an Annuity.

### 2.1.2. Эффективная годовая процентная ставка

Это одно из ключевых понятий финансового анализа. Дело в том, что различными видами финансовых контрактов могут предусматриваться различные схемы начисления процентов. Как правило, в этих контрактах оговаривается номинальная процентная ставка, обычно годовая. Эта ставка, во-первых, не отражает реальной эффективности сделки и, во-вторых, не может быть использована для сопоставлений. Для того чтобы обеспечить сравнительный анализ эффективности таких контрактов, необходимо выбрать некий показатель, который был бы универсальным для любой схемы начисления. Таким показателем является *эффективная годовая процентная ставка*  $r_e$ , обеспечивающая переход от  $P$  (инвестируемый капитал) к  $FV_n$  (ожидаемый к получению капитал как результат осуществления инвестиции) при заданных значениях этих показателей и однократном начислении процентов в рамках года.

Общая постановка задачи может быть сформулирована следующим образом. Задана исходная сумма  $P$ , годовая процентная ставка (номинальная)  $r$ , число начислений сложных процентов  $m$ . Этому набору исходных величин в рамках одного года соответствует вполне определенное значение наращенной величины  $FV_1$ . Требуется найти такую годовую ставку  $r_e$ , которая обеспечила бы точно такое же наращение, как и исходная схема, но при однократном начислении процентов, т. е. при  $m = 1$ . Иными словами, схемы  $\{P, FV_1, r, m > 1\}$  и  $\{P, FV_1, r_e, m = 1\}$  должны быть равносильными.

Прежде всего вспомним, что в случае внутригодовых начислений процентов расчет наращенной суммы  $FV_n$  ведется по формуле сложных процентов по подынтервалам и по ставке, равной пропорциональной доле исходной годовой ставки, по формуле:

$$FV_n = P(1 + r/m)^{n \cdot m}, \quad (2.11)$$

где  $P$  – наращиваемая (т. е. исходная) сумма;  
 $r$  – объявленная годовая ставка;  
 $m$  – количество начислений в году;  
 $n$  – количество лет.

Из формулы (2.11) следует, что в рамках одного года (т. е.  $n = 1$ ):

$$FV_1 = P(1 + r/m)^m. \quad (2.12)$$

Из приведенного выше определения эффективной годовой процентной ставки следует, что:

$$FV_1 = P(1 + r_e). \quad (2.13)$$

В левой части каждого из двух уравнений (2.12) и (2.13) – одна и та же величина  $FV_1$ , а потому, приравнивая правые части уравнений,

находим формулу взаимосвязи эффективной ( $r_e$ ) и номинальной ставок ( $r$ ):

$$r_e = (1 + r/m)^m - 1. \quad (2.14)$$

Понимание роли эффективной процентной ставки чрезвычайно важно для финансового менеджера. Дело в том, принятие решения о привлечении средств, например, банковского кредита на тех или иных условиях, делается чаще всего исходя из приемлемости предлагаемой процентной ставки, которая в этом случае характеризует относительные расходы заемщика. В рекламных проспектах произвольно или умышленно внимание на природе ставки обычно не акцентируется, хотя в подавляющем числе случаев речь идет о номинальной ставке, которая может весьма существенно отличаться от эффективной ставки. Рассмотрим простейший пример.

### Пример

Рассчитать эффективную годовую процентную ставку при различной частоте начисления процентов, если номинальная ставка равна 10%.

### Решение

По формуле (2.12) имеем:

$m$ :	1	2	4	12	365	$\infty$
$r_e$ :	0,10	0,1025	0,10381	0,10471	0,10516	0,10517

Смысл данных в приведенной таблице достаточно очевиден. Эффективность операции характеризуется не номинальной (т. е. объявленной) ставкой  $r$ , а соответствующей ей эффективной ставкой  $r_e$ , поскольку в зависимости от частоты начисления сумма уплачиваемого или получаемого вознаграждения (т. е. суммы начисленных процентов) будет меняться. Благодаря этому можно в известной степени вуальировать финансовые договоры, как об этом уже упоминалось в конце предыдущего раздела. Из таблицы видно, что только в случае однократного (в данном случае годового) начисления процентов номинальная и эффективная ставки совпадают. Если, например, предусматривается ежедневное начисление процентов, то для заемщика реальные затраты (плата за привлеченный капитал) составят не объявленные 10%, а 10,52%, т. е. будут гораздо выше.

Заканчивая раздел, заметим, что мы привели здесь в основном лишь итоговые расчетные формулы. Читателю, желающему ознакомиться более подробно с сутью операций наращивания и дисконтирования, видами процентных начислений и выводом формул оценки единичных платежей, денежных потоков и аннуитетов, рекомендуем обратиться к книгам [Ковалев, 2006(а); Ковалев, Уланов].



### 2.1.3. Базовая модель инвестиционно-финансового анализа

С любой финансовой операцией связывается денежный поток, а ее эффективность и целесообразность может быть выражена в терминах ожидаемого дохода и (или) доходности. Основными способами привлечения денежных средств являются получение кредита и эмиссия долговых и долевых ценных бумаг. В любом случае возникает необходимость оценки некоторой характеристики денежного потока. Базовой моделью оценки является *модель дисконтированного денежного потока* (Discounted Cash Flow Model, *DCF-model*), в которой как раз и реализована идея сопоставления притоков и оттоков денежных средств, олицетворяемых с оцениваемой финансовой операцией:

$$V_t = \sum_{k=1}^{\infty} \frac{CF_k}{(1+r)^k}, \quad (2.15)$$

где  $V_t$  – стоимостная характеристика денежного потока (оценивается или задается как исходный параметр в зависимости от характера решаемой задачи);

$CF_k$  – элемент ожидаемого денежного потока в  $k$ -м периоде, олицетворяемого с финансовой операцией (этот поток также называют возвратным);

$r$  – ставка дисконтирования (доходность).

В общем случае в модели (2.15) увязаны четыре параметра: стоимостная характеристика, время (число равных базисных интервалов, которое может быть конечным или бесконечным), элементы денежного потока, процентная ставка. В зависимости от вида решаемой задачи некоторые из указанных параметров задаются как исходные, другие находятся в ходе выполнения счетных процедур с использованием некоторой модификации *DCF*-модели.

В частности, для оценки теоретической стоимости финансового актива, имеющего ожидаемый денежный поток  $\{CF_k, k = 1, 2, \dots, n\}$ , считаются заданными все параметры, стоящие в правой части (2.15), а величина  $V_t$  представляет собой искомую величину. Если находится ожидаемая доходность ценной бумаги, то в левой части (2.15) берется значение текущей рыночной стоимости актива, считаются известными элементы ожидаемого денежного потока, а искомой величиной является ставка  $r$ . Отсюда видно, что можно сформулировать две типовые задачи, решаемые с помощью *DCF*-модели: (1) задана совокупность параметров  $\{CF_k, n, r\}$  и рассчитывается значение  $V_t$ ; (2) задана совокупность параметров  $\{V_t, CF_k, n\}$  и рассчитывается значение  $r$ . В качестве примера первой задачи упомянем о нахождении теоретической стоимости рыночной ценной бумаги, чистой дисконтированной стоимости

инвестиционного проекта и др.; задачей второго типа является нахождение доходности ценной бумаги, торгуемой на рынке, или расчет внутренней нормы прибыли инвестиционного проекта.

Сформулируем ряд обобщающих выводов. Во-первых, *DCF*-модель является базовой для формализованной оценки стоимости или доходности финансового актива или операции с ним. Поскольку в общем случае решение соответствующего уравнения невозможно без специальных средств (например, финансового калькулятора), для отдельных видов активов и операций предусмотрены упрощенные способы нахождения приблизительного значения искомого индикатора.

Во-вторых, *DCF*-модель имеет ограниченное применение, т. е. она используется в условиях некоторых ограничений, накладываемых на возвратный поток (например, значения элементов потока связаны между собой некоторой зависимостью, т. е. не меняются хаотично).

В-третьих, расчет с использованием *DCF*-модели всегда ведется в условиях неявного предположения о равновесности рынка оцениваемого актива. Если рынок нестабилен, о применении формализованных методов счета следует забыть.

В-четвертых, следует обратить внимание на исключительное своеобразие параметра  $r$  в модели. Если ведется расчет теоретической стоимости актива, этот параметр выполняет роль ставки дисконтирования, в качестве которой берется некоторая процентная ставка как индикатор эффективности, которую может позволить себе (нет другого выбора) или хочет иметь (в распоряжении инвестора уже есть альтернативы по использованию временно свободных средств, обещающие определенную доходность) инвестор. Иными словами, это характеристика, не имеющая непосредственного отношения к оцениваемому активу, это некоторый индикатор, взятый извне и прилагаемый к данному активу (например, в качестве  $r$  может быть взята доходность в среднем на рынке активов, аналогичных оцениваемому, т. е. принадлежащих тому же классу инвестиционной привлекательности и инвестиционного риска). Диаметально иная ситуация имеет место в случае, когда рассчитывается доходность актива. Здесь из формулы (2.15) находится  $r$ , но эта процентная ставка уже является непосредственной характеристикой именно данного актива, выражая присущую ему доходность, т. е. отдачу на вложенный в него капитал. В дальнейшем для различения упомянутых ситуаций в моделях будет использоваться обозначение  $r$ , если речь идет о дисконтировании, и обозначение  $k$ , если речь идет об эффективности (доходности).

В-пятых, следует помнить, что в любом случае, при любых ограничениях и допущениях перспективная оценка доходности или оценка теоретической стоимости актива являются исключительно субъективным действием, поэтому в результате расчетов получают лишь некий

ориентир на будущее, отклонения от которого могут быть в любую сторону, причем, не исключено, достаточно существенными.

#### 2.1.4. Оценочные модели на рынках капитальных финансовых активов

Эмиссия долгосрочных ценных бумаг как основная форма привлечения фирмой дополнительного капитала, с необходимостью предполагает оценку ожидаемых значений основных ее характеристик: стоимости, доходности, риска. Эти характеристики не только взаимосвязаны, но и могут иметь различное модельное представление.

**Оценка стоимостных характеристик финансового актива.** Весьма важную роль при оценке операций на рынке финансовых активов играет *теоретическая*, или *внутренняя, стоимость* (Theoretical Value, Intrinsic Value), под которой понимается стоимость (ценность) финансового актива, рассчитанная путем дисконтирования по приемлемой ставке ожидаемых поступлений, генерируемых этим активом. Иными словами, это стоимость  $V_t$ , найденная с помощью *DCF*-модели (2.15). В отношении каждого финансового актива, торгуемого на рынке, есть публично оглашенная текущая цена. Участник рынка, задавая параметры в *DCF*-модели, может рассчитать теоретическую стоимость оцениваемого актива и сравнить ее с его текущей ценой. Если, например, текущая цена ниже теоретической стоимости, то, по мнению данного участника рынка, актив недооценен и потому является выгодным объектом инвестирования.

В данном случае речь идет об оценке стоимости капитального финансового актива, т. е. актива, эмитируемого фирмой в целях привлечения капитала. Основными видами подобных активов являются безотзывная купонная облигация с постоянным доходом и обыкновенная акция, в отношении которой предполагается рост величины дивиденда с постоянным темпом. Модель (2.15) адаптируется под характеристики конкретного актива. Так, для безотзывной облигации *DCF*-модель имеет вид:

$$V_t = \sum_{k=1}^n \frac{CF}{(1+r)_k} + \frac{M}{(1+r)_n} = CF \cdot FM4(r\%, n) + M \cdot FM2(r\%, n), \quad (2.16)$$

где  $CF$  – годовой купонный доход;

$M$  – нарицательная стоимость, выплачиваемая при погашении облигации;

$r$  – требуемая или приемлемая норма прибыли (ставка дисконтирования);

$n$  – число базовых периодов (как правило, лет) до погашения облигации;

$V_t$  – теоретическая стоимость (текущая цена облигации);

$FM2(r, n)$  и  $FM4(r, n)$  – дисконтирующие множители из финансовых таблиц.

Для обыкновенной акции с постоянным темпом прироста дивиденда модель (2.15) носит название модели Гордона и имеет следующее представление:

$$V_t = \frac{D_0 \cdot (1+g)}{r-g} = \frac{D_1}{r-g}, \quad (2.17)$$

где  $V_t$  – теоретическая стоимость акции;  
 $D_0$  – последний выплаченный дивиденд;  
 $D_1$  – первый ожидаемый дивиденд;  
 $r$  – требуемая или приемлемая доходность (ставка дисконтирования);  
 $g$  – ожидаемый темп прироста дивидендов.

**Оценка доходности финансового актива.** В случае с облигацией применяется модель (2.16), только в формуле предполагается, что известны все показатели, кроме  $r$ , а в левую часть (2.16) подставляется текущая рыночная цена актива  $P_m$ . Поэтому уравнение для нахождения неизвестного значения  $r$  имеет следующий вид:

$$P_m = \sum_{k=1}^n \frac{CF}{(1+r)^k} + \frac{M}{(1+r)^n} = CF \cdot FM4(r\%, n) + M \cdot FM2(r\%, n), \quad (2.18)$$

где  $CF$  – сумма регулярно выплачиваемого процентного дохода за базисный период;  
 $n$  – число базисных периодов до погашения облигации;  
 $M$  – нарицательная стоимость облигации;  
 $P_m$  – рыночная цена облигации на момент ее приобретения (фактического или условного).

Разрешая уравнение (2.18) относительно  $r$ , определяем общую доходность облигации. Этот показатель в отечественной финансовой прессе иногда называется *доходностью к погашению* (Yield to Maturity,  $YTM$ ).

Очевидно, что в общем случае разрешить уравнение (2.18) относительно  $r$  можно с помощью компьютера, либо специализированного финансового калькулятора. Кроме того, известна формула, позволяющая получать приблизительную оценку доходности купонной облигации без права досрочного погашения с помощью обычного калькулятора. Этот показатель рассчитывается отношением среднегодового дохода (годовой процент плюс часть разницы между нарицательной стоимостью и ценой покупки облигации) к средней величине инвестиции и дает приблизительную оценку показателя  $YTM$ , найденного по формуле (2.18):

$$YTM = \frac{CF + \frac{M - P_0}{m}}{\frac{P_0 + M}{2}}, \quad (2.19)$$

где  $CF$  – купонный доход за базисный период;

$M$ – нарицательная стоимость облигации;  
 $m$ – число базисных периодов, оставшихся до погашения облигации;  
 $P_0$ – рыночная цена облигации на момент ее приобретения.

Ожидаемая доходность обыкновенной акции с постоянным темпом прироста дивиденда ( $k_t$ ) может быть найдена с помощью модели Гордона, в которой доходность рассматривается как искомая величина, а стоимостная оценка акции считается известной – в качестве ее берется текущая рыночная цена акции ( $P_0$ ):

$$k_t = \frac{D_0 \cdot (1 + g)}{P_0} + g = \frac{D_1}{P_0} + g = k_d + k_c, \quad (2.20)$$

где  $D_0$ – последний полученный к моменту оценки дивиденд по акции;  
 $D_1$ – ожидаемый дивиденд;  
 $P_0$ – цена акции на момент оценки;  
 $g$ – темп прироста дивиденда;  
 $k_d$ – дивидендная доходность акции;  
 $k_c$ – капитализированная доходность акции.

Модель Гордона применима лишь в условиях очень жесткой предпосылки о постоянстве прироста дивиденда, причем неограниченно долго. Поэтому на практике разработан альтернативный вариант оценки, основывающийся на взаимосвязи доходности конкретной ценной бумаги и среднерыночной доходности. Соответствующее модельное представление, известное как *модель оценки капитальных финансовых активов* (Capital Asset Pricing Model, CAPM), описывает зависимость между показателями доходности и риска индивидуального финансового актива и рынка в целом (синоним: *модель ценообразования на рынке капитальных финансовых активов*) и имеет следующий вид:

$$k_e = k_{rf} + \beta(k_m - k_{rf}), \quad (2.21)$$

где  $k_e$ – ожидаемая доходность ценной бумаги, целесообразность операции с которой анализируется;  
 $k_{rf}$ – безрисковая доходность, под которой обычно понимают доходность долгосрочных государственных ценных бумаг;  
 $k_m$ – доходность ценных бумаг на рынке в среднем (среднерыночная доходность);  
 $\beta$ – коэффициент, характеризующий предельный вклад данной акции в риск рыночного портфеля, под которым понимается портфель, состоящий из инвестиций во все котируемые на рынке ценные бумаги, причем пропорция вложения в конкретную бумагу равна ее доле в общей капитализации рынка.

Для понимания и объяснения сути модели (2.21) рекомендуется представить ее в следующем виде:

$$k_e - k_{rf} = \beta(k_m - k_{rf}). \quad (2.22)$$

Несложно понять, что разность  $(k_m - k_{rf})$  представляет собой рыночную премию за риск вложения средств не в безрисковые<sup>1</sup>, а в рыночные активы. Разность  $(k_e - k_{rf})$  – это ожидаемая премия за риск вложения в данную ценную бумагу, а не в какой-то иной объект инвестирования. Модель (2.22) показывает, что эти две премии связаны прямо пропорциональной зависимостью через  $\beta$ -коэффициент.

Смысл премий заключается в том, что инвестор стоит перед выбором: либо инвестировать свои средства в государственные ценные бумаги, которые обещают хотя и небольшой доход, но зато и этот доход, и собственно инвестированную в активы сумму можно будет наверняка получить, либо вложить в рыночные ценные бумаги, которые рисковы сами по себе, поскольку никто не гарантирует возврата вложенных в них средств. Заметим, что второй вариант имеет различные реализации, поскольку речь может идти: (1) о среднерыночном портфеле, которому соответствует ожидаемая доходность  $k_m$ ; (2) о некотором наборе ценных бумаг, которому будет соответствовать некая ожидаемая доходность  $k_p$ ; (3) о конкретной ценной бумаге с ожидаемой доходностью  $k_e$ .

Инвестор выберет вариант с рисковыми ценными бумагами лишь в том случае, если ему предложат дополнительное вознаграждение в виде надбавки к доходности, предлагаемой по безрисковым ценным бумагам. Этим объясняется тот факт, что и  $k_m$ , и  $k_e$  всегда больше  $k_{rf}$ , иначе никто не будет покупать корпоративные ценные бумаги.

Коэффициент (может быть проинтерпретирован как показатель рисковости данной ценной бумаги. Из (2.22) с очевидностью следует, что для среднерыночного портфеля (т. е. если  $k_e = k_m$ )  $\beta = 1$ . Для ценной бумаги, более рисковей по сравнению с рынком, премия должна быть выше, т. е.  $\beta > 1$ ; для ценной бумаги, менее рисковей по сравнению с рынком,  $\beta < 1$ . Значения  $\beta$  рассчитываются информационно-аналитическими агентствами по статистическим данным о фактических значениях доходности на рынке в среднем и для конкретных ценных бумаг, торгуемых на рынке.

Как видно из модели (2.21), ожидаемая доходность ( $k_e$ ) акций некой фирмы АА является функцией трех взаимосвязанных и взаимообусловленных параметров: (1) среднерыночной доходности, (2) безрисковой доходности и (3) присущего данной фирме  $\beta$ -коэффициента. Эти показатели достаточно инерционны, а их значения оцениваются, периодически корректируются и публикуются специализированными агентствами по фирмам, ценные бумаги которых котируются на рын-

<sup>1</sup> Государственные ценные бумаги рассматриваются как безрисковые, поскольку считается, что государство не может обанкротиться, а потому оно обязательно выполнит свои обязательства перед инвесторами.

ке, т. е. уровень профессионализма в оценке  $k_{rf}$ ,  $\beta$  и  $k_m$  гораздо выше, нежели при индивидуальной оценке рядовым инвестором перспектив фирмы в отношении ее ожидаемых доходов (дивидендов).

**Оценка риска.** Операции с финансовыми активами, в том числе в контексте мобилизации источников финансирования, рисковы по определению. В наиболее общем виде *риск* может быть определен как вероятность осуществления некоторого нежелательного события (в принципе можно говорить и ровно наоборот – о вероятности наступления некоего желательного события). Независимо от вида риска он оценивается, как правило, в терминах вероятности; что касается ожидаемых исходов в ситуации риска, то они чаще всего описываются в виде некоторых потерь (или приобретений), причем их стоимостное выражение, естественно, не является единственно возможным. Существуют различные виды риска в зависимости от того объекта или действия, рисковость которого оценивается: политический, производственный, имущественный, финансовый, валютный и т. д., причем нередко в отношении риска, обрамленного одним или несколькими дополнительными словами, аналогичными только что упомянутому, не дается ни четкого определения, ни тем более строгого алгоритма оценки. Иными словами, термин «риск» часто используется как некая обобщенная характеристика состояния тревоги и неуверенности в отношении данного объекта или ситуации.

Риск возможного отдельного желательного (или нежелательного) события описывается двумя основными характеристиками: (а) вероятностью его осуществления и (б) значимостью последствий при его осуществлении. Иными словами, речь должна идти, по сути, об оценке и субъективной оптимизации комбинации  $\{k, r\}$ , где  $k$  – характеристика некоторого исхода (например, величина потери),  $r$  – вероятность события с таким исходом. Собственно величина риска оценивается через показатели вариации: чем вариабельнее ожидаемые значения исходов, тем более рисковое событие, эти исходы порождающее. Основной мерой риска является *среднее квадратическое отклонение*, показывающее среднее отклонение значений ( $x_j$ ) варьирующего признака относительно центра распределения, в данном случае средней арифметической ( $\bar{x}$ ). Этот показатель, называемый иногда стандартным отклонением, рассчитывается по формуле:

$$\sigma = \sqrt{\text{Var}}, \quad (2.23)$$

где дисперсия и средняя арифметическая рассчитываются соответственно по формулам:

$$\text{Var} = \sigma^2 = \frac{1}{n} \cdot \sum_{j=1}^n (x_j - \bar{x})^2, \quad \bar{x} = \frac{1}{n} \sum_{j=1}^n x_j.$$

В приложении к котировемым акциям как основному виду капитальных финансовых активов формула (2.23) непосредственно индивидуальными инвесторами не используется, а уровень риска выражается через  $\beta$ -коэффициент.

## 2.2. Риск и леверидж в управлении финансовой структурой фирмы

В экономической литературе тема риска – одна из самых популярных. Идентифицируются десятки разновидностей риска, при этом складывается впечатление, что авторы всевозможных классификаций (нередко весьма и весьма надуманных) озабочены исключительно поиском возможностей «открытия», обособления нового вида риска и совершенно не задумываются над тем, насколько он объясним, обоснован, полезен в плане идентификации и, главное, оцениваем. Именно последний аспект – измеримость риска – представляется нам наиболее существенным. Поскольку в экономике безрисковых ситуаций практически не бывает, в принципе, на качественном уровне несложно обособить новый вид риска. Однако ценность подобного теоретического изыскания будет весьма сомнительной, если исследователь не предложит более или менее приемлемый и реализуемый алгоритм оценки риска.

В приложении к фирме также можно обособить множество видов риска; мы остановимся на двух из них – производственном (или операционном) и финансовом. Эти риски сопровождают любой бизнес, они имманентно присущи самой структуре типовой финансовой модели фирмы. В качестве наиболее наглядного представления упомянутой модели, как известно, выступает баланс, в котором материальный ресурсный потенциал фирмы приводится в двух разрезах: (а) в виде активов (имущества) и (б) в виде источников их образования (финансирования). Подобное представление как раз и позволяет понять подоплеку и природу двух упоминаемых рисков.

*Операционный (производственный) риск* (Operational Risk) – это риск, в большей степени обусловленный отраслевыми особенностями бизнеса, т. е. структурой активов, в которые фирма решила вложить свой капитал. Достаточно очевидно, что производство основных продуктов питания, без которых не может прожить человек и спрос на которые сравнительно легко предскажем, представляет собой гораздо менее рискованный бизнес по сравнению с пошивом ультрамодной обуви, хотя, возможно, и не такой прибыльный. Производственный риск определяется многими факторами: региональные особенности, конъюнктура рынка, национальные традиции, инфраструктура и т. п. Можно привести множество примеров, характеризующих зависимость произ-



водственного риска от тех или иных условий; ограничимся одним из них. Очевидно, что при прочих равных условиях оценки риска вложения средств в организацию производства зонтиков от дождя в Великобритании и на Ближнем Востоке принципиально различаются ввиду неодинаковости климатических условий.

Риск, обусловленный структурой источников финансирования, называется *финансовым* (Financial Risk). В этом случае внимание акцентируется не на том, куда вложены денежные средства – в производство одежды или автомобилей, а на том, из каких источников получены средства и каково соотношение этих источников. Как известно, источники средств предприятия могут быть классифицированы различными способами; в данном разделе нас интересует прежде всего вопрос, как соотносятся между собой собственный и заемный капиталы. Несложно сообразить, почему такое внимание уделяется именно капиталу (т.е. долгосрочным источникам финансирования): дело в том, что решения, связанные с мобилизацией того или иного долгосрочного источника финансирования, не только трудоемки и затратны, но и имеют далеко идущие последствия (эта тема будет подробно рассмотрена в гл. 4).

Операционный и финансовый риски имеют исключительно важное значение в управлении фирмой, а потому необходимо владеть методами их оценки и управления.

Одна из ключевых целей функционирования фирмы – генерирование прибыли. Как известно, прибыль представляет собой разность между совокупными признанными доходами фирмы и затратами (расходами)<sup>1</sup>, обусловившими генерирование этих доходов. Доходы в значительной степени обусловлены рыночной конъюнктурой, тогда как общий объем и структура затрат (расходов) более управляемы. Например, обоснованное повышение уровня технической оснащенности фирмы, с одной стороны, безусловно сопровождается ростом условно-постоянных расходов<sup>2</sup> (в виде амортизационных отчислений), но, с другой стороны, приводит к дополнительным доходам. Можно привлечь дополнительные источники финансирования фирмы за счет эмиссии акций, а можно прибегнуть к долгосрочному кредиту. Выбор того или иного варианта действий сопровождается двумя взаимосвя-

---

<sup>1</sup> Подробнее о соотношении категорий «расходы», «затраты», «издержки» см. в работе [Ковалев В., Ковалев Вит, 2006].

<sup>2</sup> Существуют различные классификации расходов. В данном разделе для нас существенна градация затрат на условно-постоянные и переменные. Считается, что первые значимо не меняются в зависимости от изменения объемов производственной деятельности, вторые связаны с ним прямо пропорциональной зависимостью (подробнее см.: [Ковалев, 2006(а)].

занными последствиями: (а) изменением текущих затрат (расходов); (б) изменением уровня рисковости деятельности фирмы.

В терминах финансов взаимосвязь между прибылью и стоимостной оценкой затрат ресурсов, понесенных для получения данной прибыли, или затрат, связанных с привлечением и поддержанием соответствующей совокупности источников финансирования, характеризуется с помощью специальной категории – **леверидж** (leverage)<sup>1</sup>. Данный термин используется в финансовом менеджменте для описания зависимости, показывающей, каким образом и в какой степени повышение или понижение доли той или иной группы условно-постоянных расходов (затрат) в общей сумме текущих расходов (затрат) влияет на динамику доходов собственников фирмы (подробнее о видах расходов см. следующий параграф). Леверидж – это долгосрочно действующий фактор, значением которого управляют; при этом небольшое изменение самого фактора или условий, в которых он действует, может привести к существенному изменению ряда результатных показателей. Иными словами, здесь действительно проявляется эффект рычага, как известно, позволяющего перемещать довольно тяжелые предметы действием небольшой силы. Итак, в приложении к экономике леверидж трактуется как некоторый фактор, даже небольшое изменение которого или сопутствующих ему условий может повлечь за собой порой существенное изменение ряда результатных показателей. Влияние левериджа может быть описано как на качественном уровне, так и в терминах количественных оценок; при этом оказывается, что существуют различные алгоритмы количественной оценки левериджа.

Выбор политики в отношении (а) ресурсной базы фирмы и (б) ее финансовой структуры проявляется соответственно в специальных характеристиках: операционном (производственном) и финансовом левериджах.

Под *операционным левериджем* (Operating Leverage) понимается некая характеристика ресурсной базы фирмы, позволяющая оцени-

---

<sup>1</sup> Термин «леверидж» представляет собой варваризм, т. е. прямое заимствование американского термина «leverage», уже достаточно широко используемый в отечественной специальной литературе; отметим, что в Великобритании для той же цели применяется термин «gearing». (Согласно одной из трактовок варваризмы – это слова и выражения, вошедшие в отечественный язык из иностранных; см. [Новый энциклопедический словарь, т. 9, с. 534].) Некоторые российские специалисты не приветствуют иноязычные заимствования и потому в своих монографиях и руководствах предпочитают пользоваться термином «рычаг», что вряд ли следует признать удачным даже в лингвистическом смысле, поскольку в буквальном переводе на английский язык рычагом является «lever», но никак не «leverage». Так, согласно толковому словарю содержательная нагрузка термина «leverage» есть «сила рычага» [Harrap's English Mini-Dictionary, p. 302].

вать уровень риска, олицетворяемого с выбранными составом и структурой этой базы, а также ее влияние на величину прибыли. Под *финансовым левериджем* (Financial Leverage) понимается некая характеристика финансовой структуры фирмы, позволяющая оценивать уровень риска, олицетворяемого с нею, а также ее влияние на величину прибыли.

Известны различные меры операционного левериджа; наиболее наглядной и легко интерпретируемой является следующий показатель: доля материальных условно-постоянных производственных затрат в общей сумме затрат, или, что равносильно, соотношение условно-постоянных и переменных затрат (это представление операционного левериджа является наиболее распространенным на практике). Чем выше уровень операционного левериджа, тем выше уровень операционного риска, олицетворяемого с фирмой. Иными словами, повышая уровень технической оснащенности фирмы, можно как выиграть (в плане генерирования дополнительной прибыли), так и проиграть. А потому подобная операция должна быть тщательно просчитана в плане покрытия дополнительных расходов и получения прибыли.

В контексте книги для нас особый интерес представляет финансовый леверидж. Известны несколько способов оценки его уровня; наиболее простым и легко интерпретируемым является показатель *соотношения заемного и собственного капитала*, характеризующий величину заемного капитала, приходящегося на рубль капитал собственников. Значение показателя рассчитывается по данным публичной отчетности, легко контролируется его динамика, могут прогнозироваться последствия масштабных изменений в структуре капитала.

Сущность, значимость и эффект финансового левериджа можно выразить следующими тезисами:

- высокая доля заемного капитала в общей сумме долгосрочных источников финансирования характеризуется как высокий уровень финансового левериджа и свидетельствует о высоком уровне финансового риска;
- финансовый леверидж свидетельствует о наличии и степени финансовой зависимости компании от лендеров, т. е. сторонних долгосрочных инвесторов, временно кредитующих фирму;
- привлечение долгосрочных кредитов и займов сопровождается ростом финансового левериджа и, соответственно, финансового риска;
- суть финансового риска заключается в том, что регулярные платежи (например, проценты) являются обязательными, поэтому в случае недостаточности источника, а в качестве такового вы-

ступает прибыль до вычета процентов и налогов, может возникнуть необходимость вынужденной ликвидации части активов, что, как правило, сопровождается прямыми и косвенными потерями;

- для компании с высоким уровнем финансового левериджа даже малое изменение прибыли до вычета процентов и налогов в силу известных ограничений на ее использование (прежде всего, удовлетворяются требования лендеров, т. е. сторонних поставщиков финансовых ресурсов, и лишь затем – собственников предприятия) может привести к существенному изменению чистой прибыли.

Теоретически финансовый леверидж может быть равен нулю – это означает, что компания финансирует свою деятельность лишь за счет собственных средств, т. е. капитала, предоставленного собственниками, и генерируемой прибыли; такую компанию нередко называют финансово независимой (*unlevered company*). В том случае, если имеет место привлечение заемного капитала (облигационный заем, долгосрочный кредит), компания рассматривается как финансово зависимая (*levered company*).

Позитивный потенциал (или эффект) финансового левериджа предопределяется тем обстоятельством, что сумма средств, привлеченная от лендеров (заемный капитал), обходится дешевле, нежели равновеликая сумма средств, привлеченная от собственников (собственный капитал). Действительно, представим, что некоторая сумма привлечена: (а) от собственников, (б) от лендеров. По итогам года лицам, предоставившим свой капитал, выплачивается определенное одинаковое вознаграждение: собственникам – дивиденды, лендерам – проценты. Дивиденды – это часть чистой прибыли (т. е. после расчетов с бюджетом по налогам), проценты – это часть себестоимости. Списание процентов на себестоимость приводит к уменьшению налогооблагаемой прибыли, т. е. к меньшему оттоку средств по уплате налогов. Иными словами, привлечение средств в виде заемного капитала более выгодно – меньше отдали бюджету, больше осталось собственникам в виде капитализированного дохода. Таким образом, если фирма работает успешно, а стоимость заемного капитала покрывается генерируемым им доходом, выгодно наращивать свои мощности через лендеров.

Негативный потенциал (или эффект) финансового левериджа предопределяется тем обстоятельством, что выплата процентов по заемному капиталу является обязательной, тогда как выплата дивидендов – нет. Иными словами, если некий капитал был вовлечен в дело, а бизнес «не пошел», то последствия подобного развития событий принципиально разнятся в зависимости от того, кто был источником капитала – собственники или лендеры. Собственники могут подождать

дать с получением дивидендов до лучших времен, тогда как лендеры требуют свое вознаграждение независимо от текущих результатов деятельности<sup>1</sup>. Поэтому если капитал вовлечен в бизнес, а текущей отдачи нет (возможно, это временно), для расчетов с лендерами, не исключено, придется прибегнуть к экстраординарным мерам вплоть до распродажи имущества, что всегда чревато серьезными финансовыми потерями, а в самом плохом случае – банкротством. В этом суть финансового риска, численно выражаемого уровнем финансового леве­риджа, суть плюсов и минусов при оценке статус-кво в отношении финансовой структуры фирмы и выборе целевой структуры капитала.

### **Материалы для самостоятельной работы**

**Дайте определение следующим ключевым понятиям:** временная ценность денег, наращение, дисконтирование, процентная ставка, аннуитет, DCF-модель, модель Гордона, теоретическая стоимость, доходность, модель ценообразования на рынке капитальных финансовых активов, бета-коэффициент, риск, леве­ридж, финансовый леве­ридж.

### **Вопросы для обсуждения**

1. Каким образом проявляется влияние временной ценности денег?
2. Могут ли совпадать будущая и дисконтированная стоимости? Если да, то при каких условиях?
3. Какие виды денежных потоков вы знаете? Охарактеризуйте смысл задач, решаемых в контексте оценки денежных потоков. Приведите примеры.
4. Приведите примеры практических ситуаций, в которых появляются потоки пренумерандо о постнумерандо.
5. Что такое финансовые таблицы и как ими пользоваться? Дайте экономическую интерпретацию факторных множителей, табулированных в этих таблицах.
6. Существуют ли зависимости между различными факторными множителями, используемыми в финансовых вычислениях?

---

<sup>1</sup> Дело в том, что цели, преследуемые собственниками и лендерами, принципиально различаются. Первые заинтересованы в бизнесе как таковом, его долгосрочном и стабильном функционировании, что в конечном итоге должно проявиться в получении ими прибыли от капитализации. Вторые ориентированы на получение стабильного текущего дохода от вложенного ими капитала и его своевременном возврате; собственно бизнес их не интересует. Поэтому отношение собственников и лендеров к возможным временным финансовым затруднениям фирмы, к колебаниям ее текущих доходов, к оценке изменений в соотношении между текущим и будущим потреблением различается.

7. В чем смысл эффективной годовой процентной ставки? Приведите примеры ситуаций, когда необходим расчет эффективной ставки.
8. Поясните логику построения DCF-модели.
9. В чем различие при использовании DCF-модели для оценки (а) теоретической стоимости финансового актива и (б) его доходности?
10. Опишите логику модели CAPM.
11. Сравните модели Гордона и CAPM. В чем вы видите их плюсы и минусы?
12. Насколько правомерно высказывание о том, что «в экономике не бывает безрисковых ситуаций»? Приведите примеры.
13. В каких единицах измеряется риск?
14. Какие показатели уровня риска применяются при оценке операций по изменению финансовой структуры фирмы?
15. Справедливо ли утверждение: «Показатели уровня и изменения операционного и финансового леввериджа являются характеристиками операций стратегического характера»?
16. Какие операции приводят к изменению уровня финансового леввериджа?
17. Существует ли оптимальное значение уровня финансового леввериджа?

## Глава 3

# УПРАВЛЕНИЕ ИСТОЧНИКАМИ ФИНАНСИРОВАНИЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ФИРМЫ

- После изучения этой главы вы сможете получить представление:
- о способах финансирования деятельности фирмы;
- подходах к трактовке понятия «капитал»;
- способах оценки капитала;
- особенностях управления собственным и заемным капиталами;
- новых инструментах финансирования деятельности фирмы;
- соотношении понятий «аренда» и «лизинг».

## 3.1. Способы финансирования деятельности фирмы

В основе экономики рыночного типа на микроуровне лежит пяти-элементная система финансирования ее системообразующих компонентов (фирм): самофинансирование, прямое финансирование через механизмы рынка капитала, банковское кредитование, бюджетное финансирование и взаимное финансирование хозяйствующих субъектов.

**Самофинансирование.** Речь идет о финансировании деятельности фирмы за счет генерируемой ею прибыли. Причины реализации этого варианта мобилизации источников средств объясняются следующим образом. Создав предприятие путем вложения первичного капитала, его собственники в дальнейшем надеются получать определенные выгоды, по крайней мере не меньшие, нежели они могли бы иметь, если бы предпочли иной объект инвестирования. В общем виде эти выгоды количественно выражаются показателями доходности, исчисляемыми соотношением полученного дохода к инвестированному капиталу. Как было показано в разд. 2.1, общая доходность состоит из двух частей – дивидендной и капитализированной. Если условно предположить, что полученная в истекшем периоде прибыль делится на две части (выплачиваемые дивиденды и реинвестированная прибыль), то возможны два варианта действий: изъять всю прибыль, направив ее на выплату дивидендов, и не выплачивать дивиденды, а всю прибыль реинвестировать на расширение производства. В зависимости от того, какому из приведенных вариантов распределения прибыли или их модификации отдается предпочтение, могут иметь место и различные воплощения идеи самофинансирования.

Очевидно, что не может идти речь о том, что текущей прибыли хватает исключительно на поддержание предприятия, а его собственники не получают ни текущего, ни капитализированного дохода. Подобное

развитие событий может иметь место лишь в краткосрочном аспекте, поскольку в случае его долгосрочного характера предприятие неминуемо ожидает вынужденная или добровольная ликвидация.

Реинвестирование прибыли – весьма приемлемая и относительно дешевая форма финансирования компании, расширяющей свою деятельность. В частности, в этом состоит одна из причин ее широкого распространения. Так, проведенное британскими учеными обследование деятельности в послевоенное время 402 зарегистрированных компаний, действующих в сфере производства, торговли, строительства и транспорта, показало, что новые инвестиционные проекты на 91% осуществлялись за счет реинвестирования прибыли [Dixon, p. 182]. Реинвестирование прибыли позволяет избежать дополнительных расходов, имеющих, в частности, место при выпуске акций. Другим существенным преимуществом является сохранение сложившейся системы контроля за деятельностью компании со стороны ее владельцев, поскольку количество акционеров практически не меняется.

Принятие решения в отношении распределения прибыли отчетного периода осуществляется в рамках одной из двух реальных форм самофинансирования – простой и расширенной. *Простое самофинансирование* означает, что доходов, генерируемых компанией, хватает для того, чтобы поддерживать ее имущественный потенциал на определенном уровне (не уменьшать его, т. е. делать поправку на инфляцию) и удовлетворять текущие требования собственников. За счет прибыли прежде всего финансируются мероприятия, обеспечивающие поддержание имущественного потенциала, а остаток прибыли в полном объеме изымается собственниками. Здесь приоритет отдается дивидендам. *Расширенное самофинансирование* означает, что собственники ориентированы на расширение производственных мощностей. Получение больших текущих дивидендов для них не самоцель, и потому они готовы получать их по остаточному принципу – после удовлетворения всех инвестиционных запросов компании.

Логика рассуждений очевидна. Собственникам предприятия как инвесторам доступны три варианта распоряжения полученными дивидендами: потратить их на потребление, реинвестировать в собственную компанию, инвестировать в другой бизнес. В случае реализации идеи расширенного самофинансирования собственники выбирают второй вариант; они не могут найти более выгодного приложения капитала, нежели его реинвестирование.

Во многих странах идея реинвестирования прибыли поощряется государством путем установления разных режимов налогообложения полученного и отложенного к получению дохода. Заинтересованность государственных органов легко объяснима. Изъятие с целью последующего инвестирования доходы могут по ряду причин и не найти



приемлемых вариантов повторного вовлечения в бизнес-среду, поэтому, устанавливая некоторое поощрение по льготному налогообложению отложенных к выплате доходов, государство стимулирует продолжение их использования на производственные цели, т. е. гарантированное вовлечение в производственный процесс.

Самофинансирование – наиболее очевидный способ мобилизации дополнительных источников средств, однако он трудно прогнозируем в долгосрочном плане и ограничен в объемах. Кроме того, самофинансирование как процесс осуществляется, по сути, перманентно, по нарастающей и как бы незаметно. Средства находятся в деле (в основном, в оборотных средствах), они практически не ощутимы как крупный источник финансирования. В акцентированном виде его эффект проявляется в момент принятия решения о выплате дивидендов; если такое решение принято, за ним следует быстрый отток средств (как правило, денежных). Подобная незаметность проявления осложняет возможности самофинансирования в плане реализации масштабных инвестиционных проектов. Именно этим в значительной степени объясняется тот факт, что любое стратегическое направление развития бизнеса с неизбежностью предполагает привлечение дополнительных источников финансирования.

**Финансирование через механизмы рынка капитала.** Функционирование предприятия на условиях простого самофинансирования, возможное в принципе, не может иметь место в долгосрочном плане. Более того, даже расширенное самофинансирование не существует в чистом виде. Дело в том, что в экономике всегда имеются так называемые свободные финансовые ресурсы, собственники которых готовы предоставить их за определенную плату. Оказывается, что подобное привлечение капитала обоюдовыгодно. Соответствующие ссудозаемные операции организуются и оформляются на финансовых рынках.

Существует два основных варианта подобных операций: долевое и долговое финансирование. В первом случае компания выходит на рынок со своими акциями, т. е. получает средства от дополнительной продажи акций либо путем увеличения числа собственников, либо за счет дополнительных вкладов уже существующих собственников. Во втором случае компания выпускает и продает на рынке срочные ценные бумаги (облигации), которые дают право их держателям на долгосрочное получение текущего дохода и возврат предоставленного капитала в соответствии с условиями, определенными при организации данного облигационного займа.

По сравнению с самофинансированием рынок капитала как источник обоснованного финансирования конкретной компании практически бездонен, так как если условия вознаграждения потенциальных инвесторов привлекательны в долгосрочном плане, можно удовлетво-

ритель инвестиционные запросы в довольно больших объемах. Однако подобное развитие событий возможно лишь теоретически, а на практике далеко не каждая компания может воспользоваться рынком капитала как средством мобилизации дополнительных источников финансирования. Функционирование рынков (в том числе и требования, предъявляемые к его участникам) в известной степени регулируется как государственными органами, так и собственно рыночными механизмами. В частности, роль государства проявляется в антимонопольном законодательстве, препятствующем суперконцентрации финансово и производственного капиталов; что касается рыночных механизмов, ограничивающих привлечение необоснованно больших объемов финансирования, то здесь следует упомянуть о зависимости структуры капитала и финансового риска и эффекте резервного заемного потенциала предприятия.

**Банковское кредитование.** Рассмотренные методы финансирования деятельности компании не свободны от недостатков: первому методу свойственна ограниченность привлекаемых финансовых ресурсов, второму – сложность в реализации и недоступность для многих представителей малого и среднего бизнеса. В этом смысле банковское кредитование выглядит весьма привлекательным. Причин тому несколько. Во-первых, получение банковского кредита не связано с размерами производства заемщика, устойчивостью генерирования прибыли, степенью распространенности его акций на рынке капитала, как это учитывается при мобилизации средств на финансовых рынках. Во-вторых, объем привлекаемого капитала теоретически может быть сколь угодно большим. В-третьих, оформление и получение кредита может быть сделано в кратчайшие сроки. Главная проблема в том, как убедить банкира выдать долгосрочный кредит на приемлемых условиях.

Несмотря на то что в течение многих десятилетий банковская система в нашей стране была довольно своеобразной (напомним, в частности, что в годы советской власти в СССР было 4 банка, не было коммерческих банков, тогда как, например, в США их число превышало 15 000; отсутствовали инвестиционные банки и т. п.), предприятия имеют определенный опыт взаимодействия с ней.

Если в отношении количественного состава банковской системы за последние 15–20 лет достигнут несомненный прогресс, то в отношении величины банковского капитала и методов работы с клиентами дело обстоит гораздо хуже. В целях укрепления банковской системы государство намерено прежде всего и дальше стимулировать процесс ее концентрации, в том числе в отношении контролируемых им банков. По данным на начало октября 2000 г., государство участвовало

в капитале 469 банков – более чем в трети банков страны, причем в 20% этих банков оно имело, как минимум, блокирующий пакет акций<sup>1</sup>. Для повышения отдачи государственных вложений в банковский капитал планируется избавиться от банков с незначительной долей участия государства и укрупнить нормально работающие банки; прежде всего банки, в капиталах которых государство имеет контрольный пакет.

Для функционирования экономики крайне необходимо развитие сети инвестиционных банков; именно эти банки исключительно значимы в странах с развитой рыночной экономикой, поскольку им принадлежит связующая роль между компаниями и рынками капитала. Объем работ, который предстоит сделать в России в этом направлении, исключительно велик. Для того чтобы ощутить масштаб предстоящей работы, упомянем, например, о крупнейшем в США инвестиционном банке «Merrill Lynch», являющемся, по сути, одной из ведущих в мире брокерских, инвестиционных и консалтинговых компаний. Созданный в 1914 г. Ч. Мериллом банк работает на финансовых рынках в 43 странах и имеет в штате около 65 тыс. сотрудников. Клиентские активы банка составляют около 1,5 трлн долл.; его доход за первое полугодие 1999 г. составил 10,7 млрд долл., а прибыль – 1,2 млрд долл. Ни один российский банк, естественно, не имеет даже близких финансовых показателей.

Неудовлетворительное положение с инвестиционным климатом в России, проявляющееся в том числе в отсутствии инвестиционных банков, отчасти объясняет узкий спектр операций, выполняемых отечественными банками и сводящихся, в основном, к обслуживанию текущих платежей своих клиентов.

**Бюджетное финансирование** – это наиболее желаемый метод финансирования, предполагающий получение средств из бюджетов разного уровня. Привлекательность этой формы финансирования состоит в том, что за годы советской власти руководители предприятий привыкли к тому, что этот источник средств практически бесплатен, нередко полученные средства не возвращаются, а их расходование слабо контролируется. В силу объективных причин доступ к этому источнику постоянно сужается.

**Взаимное финансирование хозяйствующих субъектов.** Поскольку в ходе осуществления хозяйственных связей предприятия поставляют друг другу продукцию на условиях оплаты с отсрочкой платежа, естественным образом возникает взаимное финансирование. Величина средств, омертвленных в расчетах, в значительной степени зависит

<sup>1</sup> Коммерсантъ. 2000. 6 окт.

от многих факторов, в том числе разветвленности и гибкости банковской системы. Принципиальное отличие данного метода финансирования от предыдущих заключается в том, что он является составной частью системы краткосрочного финансирования текущей деятельности, тогда как другие методы имеют стратегическую значимость. Подобные источники финансирования называют еще спонтанными, поскольку они меняются непредсказуемо, в зависимости от удачливости бизнеса, его перспективности, динамики.

Без особого преувеличения можно утверждать, что в условиях плановой экономики имела место абсолютная доминанта двух последних элементов приведенной системы – бюджетного финансирования и взаимного финансирования предприятий. Особо следует упомянуть о бюджетном финансировании, значимость которого проявлялась даже в том случае, когда предприятие работало прибыльно<sup>1</sup>. Дело в том, что подавляющая часть такой прибыли изымалась в бюджет и затем перераспределялась централизованным образом.

Что касается других частей системы финансирования предприятий, то первый ее элемент был составной частью системы бюджетного финансирования, второй элемент отсутствовал полностью, третий носил крайне ограниченный характер. В последние годы эти перекосы постепенно устраняются. В частности, в силу целого ряда объективных и субъективных факторов снижается роль бюджетного финансирования; в 1990-е гг. были предприняты существенные усилия по становлению и развитию банковской системы; в ближайшем будущем приоритетное внимание, безусловно, будет уделяться развитию отечественного рынка капитала.

### **3.2. Капитал: сущность, трактовки**

Понятие «капитал» (Capital), без сомнения, относящееся к числу ключевых понятий рыночной экономики, используется при характеристике вариантов и способов финансирования экономики в целом, ее отдельных сегментов и фирм. Сам термин имеет неоднозначную трактовку в отечественной и зарубежной научной литературе. Традиционно принято говорить о существовании двух основных подходов – экономическом и бухгалтерском, названных так постольку, поскольку

---

<sup>1</sup> Понятие прибыльности условно в том смысле, что прибыль, исчисленная в контексте жесткого регулирования отпускных цен и отдельных видов затрат, и прибыль, формируемая в условиях рынка, вряд ли сопоставимы как в количественном, так и в качественном смысле. В данном случае имеется в виду, что разность доходов и расходов предприятия, рассчитанная по установленным алгоритмам и в условиях ограничений по ценообразованию и составу затрат, больше нуля.

считается, что первый более широко распространен среди экономистов, второй – среди бухгалтеров (см.: [Parker, p. 45]). Вместе с тем во многих руководствах по финансовому анализу можно встретиться с третьим подходом, названным нами учетно-аналитическим и представляющим собой некоторую комбинацию двух первых. Приведем краткую их характеристику.

**Экономический подход.** Реализуется так называемая *концепция физической природы капитала* (Physical Capital Concept), в соответствии с которой капитал рассматривается в широком смысле как совокупность ресурсов, являющихся универсальным источником доходов общества, и подразделяется на личностный (неотчуждаем от его носителя, т. е. человека), частный и публичных союзов, включая государство. Согласно физической концепции капитал в приложении к фирме рассматривается как совокупность ее производственных мощностей, имеющих целью производство определенных благ и получение прибыли в результате их реализации<sup>1</sup>. Иными словами, в данном контексте термин «капитал» используется как характеристика генерирующих возможностей фирмы, т. е. ее способностей производить тот или иной объем благ, а потому при демонстрации экономической мощи фирмы отдают предпочтение не историческим, а текущим ценам. Этим же обуславливается и определенное ограничение на трактовку прибыли, генерируемой в результате функционирования данного капитала: прибыль за отчетный период признается лишь в объеме превышения фактической производительной мощи фирмы на конец периода по сравнению с этим же показателем на начало периода.

Концепцию физической природы капитала выпукло выразил, например, П. Б. Струве (1870–1944), по мнению которого капитал – это «благо, назначенное не на непосредственное потребление, а на получение дохода, и выступает перед нами в двойной форме – натуральной и денежной» (см.: [Дмитриев]). Заметим, что в этой формулировке выпадает из рассмотрения весьма объемный актив – расчеты (дебиторская задолженность), которая также представляет собой одно из проявлений капитала, поскольку средства, в ней омертвленные, также не направлены на непосредственное потребление, а предназначены для получения в будущем дохода.

---

<sup>1</sup> Данный подход имеет давнюю историю. Один из основателей финансовой науки в России, Н. И. Тургенев, в своей знаменитой работе по теории налогов писал: «Все богатства народные проистекают из двух главных источников, кои суть: силы Природы и силы человеческие. Для извлечения богатств из этих источников нужны средства: орудия, строения, деньги. Ценность сих орудий, строений, денег называется капиталом» [Тургенев, с. 92].

В рамках экономического подхода капитал нередко подразделяется на реальный и финансовый. Реальный капитал воплощается в материально-вещественных благах как факторах производства (зданиях, машинах, транспортных средствах, сырье и др.); финансовый – в ценных бумагах и денежных средствах. В соответствии с этой концепцией величина капитала исчисляется как итог бухгалтерского баланса по активу. Строго говоря, актив баланса необходимо очистить от некоторых статей, завышающих валюту баланса, однако удельный вес их в валюте незначителен.

**Бухгалтерский подход.** В основе этого подхода лежит так называемая *концепция финансовой природы капитала* (Financial Capital Concept), согласно которой капитал трактуется как интерес собственников фирмы в ее активах, т. е. термин «капитал» в этом случае выступает синонимом чистых активов, а его величина рассчитывается как разность между суммой активов субъекта и величиной его обязательств. Именно этому подходу следовали немецкие балансоведы начала XX в. (см., например, работу известного бухгалтера В. Ле-Кутре (Walter Le Coutre) [Ле-Кутре, с. 47]). Такое представление выражается формально следующей балансовой моделью:

$$E = A - L, \quad (3.1)$$

где  $A$  – активы хозяйствующего субъекта в стоимостной оценке;  
 $E$  – капитал (собственников);  
 $L$  – обязательства перед третьими лицами.

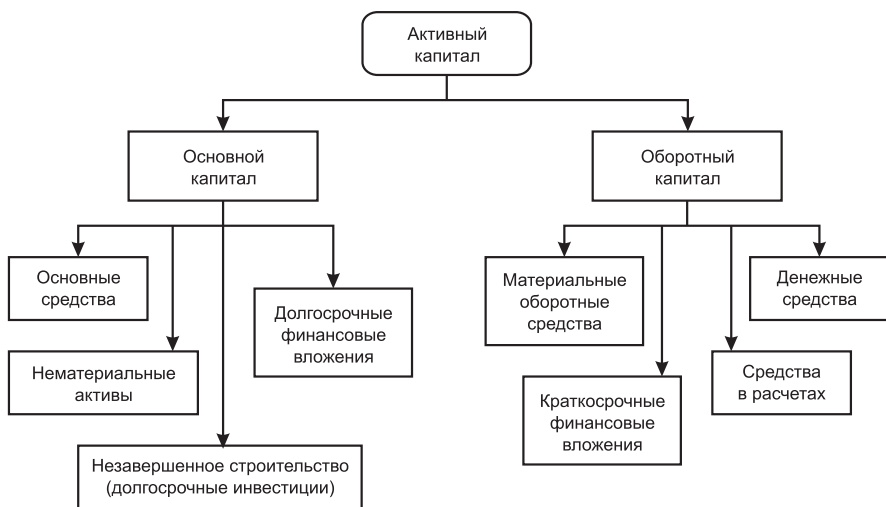
Ресурсы, предоставленные фирме ее собственниками (как правило, в денежной форме), на момент инвестирования имели определенную покупательную способность; именно ее неуменьшение с течением времени интересует собственников прежде всего. Отсюда ограничения на трактовку прибыли в рамках данной концепции: прибыль за отчетный период признается лишь в объеме, равном имевшему место за этот период приращению фактической покупательной способности инвестированного собственниками капитала. Кроме того, поскольку здесь акцентируется внимание на вложении собственников в активы фирмы и эффективности этих вложений, более предпочтительным оказывается использование исторических цен, которые, в сравнении с полученными доходами, демонстрируют требуемую эффективность.

Итак, подведем итог: физическая концепция капитала акцентирует внимание на генерирующих (т. е. производительных) мощностях фирмы как единого имущественного комплекса и самостоятельного участника бизнес-отношений, тогда как в рамках финансовой концепции капитала акцент делается на динамику покупательной способности средств, вложенных собственниками в активы фирмы. Выбор той или

иной концепции важен при определении конечного финансового результата текущей деятельности фирмы.

В соответствии с этим подходом величина капитала исчисляется как итог раздела III «Капитал и резервы» бухгалтерского баланса.

**Учетно-аналитический подход** является некоторой комбинацией двух предыдущих подходов и использует модификации концепций физического капитала и финансового капитала. В этом случае капитал как совокупность ресурсов характеризуется одновременно с двух сторон: (а) направлений его вложения (капитал как единая самостоятельная субстанция не существует и всегда облекается в некоторую физическую форму) и (б) источников происхождения (откуда получен капитал, чей он). Соответственно выделяют две взаимосвязанные разновидности капитала: активный и пассивный. Активный капитал – это производственные мощности хозяйствующего субъекта, формально представленные в активе его бухгалтерского баланса в виде двух блоков – основного и оборотного капиталов (рис. 3.1). Пассивный капитал – это долгосрочные источники средств, за счет которых сформированы активы субъекта. Эти источники подразделяются на собственный и заемный капиталы. Представление пассивного капитала в укрупненной структуре приведено на рис. 3.2.



**Рис. 3.1. Структурное представление активного капитала**

В соответствии с учетно-аналитическим подходом величина капитала исчисляется как сумма итогов третьего («Капитал и резервы») и четвертого («Долгосрочные обязательства») разделов бухгалтерского баланса.



**Рис. 3.2. Пассивный капитал в структуре источников финансирования**

Экономический подход к трактовке понятия «капитал» нагляден. Что касается двух других подходов, то здесь ситуация несколько сложнее, а интерпретация капитала в плане его физической, материальной идентификации не столь очевидна. Дело в том, что принятая в современной бухгалтерии двойная запись дает уникальную возможность характеризовать один и тот же объект с разных сторон. Как известно, правая (источниковая) сторона баланса дает представление о тех же средствах фирмы, но не с позиции их материально-вещественного состава, а с позиции источников их финансирования. Отсюда следует важный для понимания экономической сути балансовых статей вывод: с позиции материально-вещественного представления капитал, трактуемый в контексте финансовой концепции, как и все другие виды источников, обезличен, т. е. он распылен по активам предприятия. В этом смысле наличие собственного и заемного капитала (эти понятия подробно обсуждаются в следующем разделе) нельзя представлять, например, таким образом, что часть средств на расчетном счете является собственными, а часть заемными. Все средства, показанные в активе баланса, за исключением имущества, полученного по договору финансовой аренды, являются собственными средствами предприятия, но вот профинансированы они из разных источников. В случае ликвидации предприятия удовлетворение требований лиц, представивших свои средства предприятию, будет осуществляться в соответствии с законом в определенной последовательности и сумме. Для то-



го чтобы избежать путаницы, в рамках учетно-аналитического подхода термин «активный капитал» стараются не использовать. Поэтому за элементами активной стороны баланса обычно закреплен термин «средства», тогда как термин «капитал» рассматривается как одна из характеристик финансовой структуры фирмы, представленной формально пассивом баланса. Детальная классификация разных источников финансирования деятельности фирмы, включая капитал, будет представлена в следующем разделе.

Следует акцентировать внимание читателя на важном обстоятельстве. Как было показано при изложении подходов к определению капитала, его оценка с формальных позиций может быть выполнена по данным бухгалтерского баланса. Поскольку баланс в подавляющем большинстве случаев составляется по так называемым историческим ценам (синонимы: цены приобретения, себестоимость), сразу возникает вопрос, о какой оценке капитала – балансовой и рыночной – должна идти речь<sup>1</sup>. Как видно из названия, балансовая оценка некоторого объекта учета – это его оценка, представленная в бухгалтерском балансе. Рыночная оценка чаще всего существенно отличается от балансовой, причем в любую сторону. В качестве примера можно привести акционерный капитал: величина уставного капитала в балансе исчислена, исходя из номинала акций, однако их рыночная стоимость, а следовательно, и рыночная оценка уставного капитала, как правило, может быть значительно выше.

Что касается заемного капитала, то говорить о рыночной оценке в прямом смысле можно только в отношении займов, оформленных ценными бумагами, обращающимися на вторичном рынке. Что касается банковского кредита и финансового лизинга, то соответствующие суммы оговорены в специальных договорах и после их заключения, как правило, уже не зависят от конъюнктуры рынка ссудного капитала. Безусловно, косвенное влияние на рыночную оценку облигационного займа оказывают и другие долгосрочные источники заемных средств.

---

<sup>1</sup> В бухгалтерском учете существуют другие оценки, в частности учетная, которую нередко отождествляют с балансовой. Между тем они могут существенно различаться. Например, ценные бумаги отражаются в учете по стоимости их приобретения, которая и будет являться их учетной оценкой. При некоторых условиях коммерческой организации разрешено делать резерв под обесценение вложений в ценные бумаги. Согласно действующим нормативным документам в балансе ценные бумаги должны быть показаны в оценке за вычетом сделанного резерва; эта оценка и будет являться балансовой. Точно так же можно говорить о различии учетной и балансовой оценок основных средств и дебиторской задолженности в случае образования резерва по сомнительным долгам.

Какая же оценка важнее – балансовая или рыночная? Однозначного ответа на этот вопрос не может быть в принципе. В частности, в бухгалтерском учете один из основополагающих – принцип себестоимости, или исторических цен, согласно которому все объекты бухгалтерского учета должны отражаться в учете и отчетности в неизменной оценке, а именно по стоимости приобретения. Этому принципу следуют в большинстве стран мира, поэтому балансовые оценки являются естественным элементом всех методик оценки. Однако теоретически можно строить баланс и в рыночных оценках, принимая, правда, во внимание его существенно большую субъективность. Уместно отметить, что в МСФО принцип оценки и представления данных по историческим ценам уже не рассматривается как единственно возможный.

Если оценки по себестоимости вполне устраивают бухгалтеров, то для финансовых менеджеров и потенциальных инвесторов не меньший интерес представляет не только оценка сложившегося финансового положения, но и перспективы компании, ее привлекательность как объекта инвестирования, что находит свое выражение в рыночных ценах ее акций. Не случайно показатель рыночной капитализации компании является одним из ключевых в большинстве рейтингов ведущих компаний мира. Вместе с тем с рыночными оценками гораздо труднее работать во многих отношениях. Прежде всего, в отличие от балансовых оценок, которые относительно легко верифицируемы, поскольку в учете всегда должны иметься оправдательные документы, подтверждающие их реальность, рыночные оценки весьма субъективны<sup>1</sup>. Если балансовые оценки устойчивы по определению, то рыночные, напротив, могут быть весьма переменчивы. Поэтому первыми легче пользоваться при разработке планов, что, в частности, находит свое отражение при планировании структуры источников.

### **3.3. Сущность и классификации источников финансирования деятельности фирмы**

Как следует из предыдущих рассуждений, капитал является исключительно важной, но все-таки не единственной категорией, используемой для характеристики финансовой структуры фирмы, а потому сделаем комплексное описание экономико-правовой сущности базовых источников финансирования в совокупности и взаимосвязи.

---

<sup>1</sup> В первую очередь сказанное относится к отечественным оценщикам. В работе [Ковалев, 2004, с. 8–9] приводится пример, когда оценки одного и того же нематериального актива, сделанные разными аттестованными оценщиками, различались в 3400 раз.

### 3.3.1. Базовые классификации

Фирма получает необходимые ей финансовые ресурсы из разных источников. Эти источники могут быть рассмотрены с разных позиций, а потому подразделяются на долго- и краткосрочные, внутренние и внешние, собственные и привлеченные, платные и бесплатные. Некоторые из упомянутых классификаций очевидны, другие требуют пояснения.

Начиная обсуждение источников финансирования, необходимо прежде всего сделать следующее замечание: все дальнейшие рассуждения будут вестись, в основном, с позиции фирмы как самостоятельного экономического субъекта, но не с позиции собственников фирмы или тем более ее контрагентов и государственных органов, хотя (и это понятно) каждый из упомянутых субъектов имеет отношение к фирме, в том числе в плане обсуждения источников финансирования. Интересы фирмы как хозяйствующего субъекта и интересы всех других лиц, имеющих прямое или косвенное отношение к ее деятельности, включая и ее собственников, не обязательно совпадают. Кроме того, выбор того или иного варианта действий, трактовка отдельных операций, оценка их эффективности также далеко не идентичны в контексте интересов упомянутых лиц.

*Срочность.* Разделение источников по срочности, означающей, что по истечении того или иного срока привлеченные средства должны быть возвращены их поставщику, важно для понимания в том смысле, что чем длительнее период пользования источником, тем в более медленно оборачивающиеся активы средства могут быть инвестированы. Отсюда вытекают и очевидные рекомендации по формированию финансовой структуры фирмы. Например, долгосрочный инвестиционный проект целесообразно финансировать не за счет пролонгируемых краткосрочных источников, а за счет, например, долгосрочного кредита, поскольку из этих вариантов именно последний экономически более выгоден (с позиции платы за источник, мобилизации средств по его возврату и др.).

*Отношение к фирме.* Разделение источников на внутренние (внутрифирменные) и внешние (внефирменные) означает, что некая инвестиция может быть профинансирована либо за счет ресурсов, накопленных фирмой, либо за счет привлечения внешних источников. Первый вариант предполагает наличие внутренних резервов фирмы и определенную их мобилизацию, второй – отсутствие таких резервов или желание топ-менеджеров фирмы расширить свою деятельность не в ущерб финансированию уже сложившихся направлений. В дальнейшем мы увидим, что выбор того или иного варианта связан с платностью источника, срочностью его мобилизации, необходимостью и возможностью получения денежных средств, которые фактически можно использовать для решения инвестиционных задач, и др.

*Происхождение.* Выделение источников собственных и привлеченных средств отграничивает две принципиально различающиеся группы финансовых доноров: собственники фирмы и прочие доноры. Каждая из этих групп имеет свои «плюсы» и «минусы» в плане взаимоотношений с фирмой; точно так же и фирме не безразлично, какая из групп (и в какой пропорции) участвует в финансировании ее деятельности. Сказанное имеет отношение к принципиальному различию систем регулярного вознаграждения финансовых доноров из доходов фирмы.

*Платность* – важнейшая характеристика любого источника финансирования. Практически все источники платны, однако стоимость источника варьирует, а потому, выбирая определенную структуру финансирования, фирма пытается найти наиболее приемлемый для нее и ее собственников вариант.

Одно из возможных представлений, обобщающих упомянутые группировки, приведено на рис. 3.3; в его основе идеи, формировавшиеся в нашей стране в течение многих десятилетий и используемые в настоящее время при структурировании пассива типового бухгалтерского баланса. Анализ приведенной схемы начнем с наиболее важного ее компонента – долгосрочных источников (Long-term Financing).



**Рис. 3.3. Структура источников финансирования деятельности фирмы**

### 3.3.2. Источники средств долгосрочного назначения (капитал)

Поставщики финансовых ресурсов в данном случае предоставляют их фирме на длительный период; более того, акционерный капитал теоретически предоставляется на неопределенно длительный период<sup>1</sup>. В условиях рынка подобное возможно лишь в случае, если поставщики уверены в том, что смогут вернуть вложенные ими средства и их устраивает уровень текущего вознаграждения за предоставленные средства. Различие между акционерами (поставщиками акционерного капитала) и лендерами (поставщиками заемного капитала) заключается в том, что вторые хотят нести меньший риск по сравнению с первыми, хотя бы и в ущерб возможной доходности. На схеме обособлены три вида долгосрочного капитала: капитал собственников (основные поставщики средств – акционеры), заемный капитал (основные поставщики – лендеры), спонтанные долгосрочные источники (поставщики – государство и долгосрочные кредиторы). Рассмотрим сущностное наполнение этих категорий.

#### **Капитал собственников**

**Собственник предприятия (Equity Owner).** Это условное понятие, используемое как обобщенная характеристика лица, предоставившего свои средства в качестве вклада в уставный капитал в обмен на право получения соответствующей доли в текущих прибылях компании и ее чистых активах в случае ее ликвидации. В соответствии с российским законодательством в зависимости от организационно-правовой фор-

---

<sup>1</sup> Долгосрочность и целевой характер финансирования фирмы через акционерный капитал требуют некоторого пояснения. Дело в том, что на вторичном рынке ведется торговля ценными бумагами, в том числе акциями, а потому в контексте текущих операций купли-продажи акций, как кажется на первый взгляд, долгосрочность как целевой ориентир не подразумевается. Действительно, это так, но здесь надо иметь в виду следующее. Причастность к подобного рода операциям имеют разные участники рынка, в частности стратегические инвесторы, текущие (или временные) инвесторы и спекулянты. Цель первых – целевое вложение средств именно в эти активы на длительный период; вторых – вложение средств в данные активы как один из вариантов инвестирования (например, формирование текущего инвестиционного портфеля для эффективного использования временно свободных средств; здесь не подразумевается ни целевой выбор именно этих акций, ни долгосрочность инвестирования, ни получение сверхприбылей; речь идет о более или менее эффективном хранении денежных средств в краткосрочном аспекте); цель третьих – получение текущих спекулятивных прибылей, желательно более высоких. Когда мы говорим о финансировании фирмы собственниками, мы имеем в виду прежде всего стратегических инвесторов. Именно ими в значительной степени (по крайней мере в юридическом смысле) предопределяется стабильность и выживаемость фирмы в долгосрочном аспекте.

мы компании ее собственниками могут выступать учредители, члены, участники и др.

Следует понимать, что существуют, с одной стороны, активы фирмы, право собственности на которые принадлежит собственно фирме как юридическому лицу; с другой стороны, выпущенные (эмитированные) фирмой ценные бумаги (акции), являющиеся собственностью акционеров и подтверждающие их право на долю в активах фирмы. Если рассуждать с позиции индивидуального акционера, то принадлежащие ему акции подтверждают его право на соответствующую долю в чистых активах фирмы.

Приведем пример. В качестве взноса в уставный капитал один из акционеров предоставил грузовик. Другие акционеры согласились с этим предложением и оценили грузовик в сумму 900 тыс. руб. Грузовик был поставлен на баланс фирмы, акционер получил причитающиеся ему акции. С этого момента право собственности на грузовик перешло фирме, а акционер получил все права, обусловленные акционерной формой собственности (право голоса, право на часть чистых активов при ликвидации фирмы и др.). Если, условно говоря, через неделю акционер вознамерится покинуть АО и при этом пожелает забрать свой грузовик обратно, то он не сможет этого сделать; единственное, что ему остается, – продать свои акции на рынке.

Для понимания роли собственников в деятельности фирмы полезно сделать еще одно замечание. В крупных компаниях с «распыленной» по многим акционерам собственностью, как правило, существенно обостряются противоречия между собственниками (акционерами) и топ-менеджерами фирмы. Возникает так называемая агентская проблема. Дело в том, что фирма в значительной степени становится самостоятельным субъектом рыночных отношений, а влияние собственников на ее деятельность гораздо менее существенно, нежели в случае с небольшой фирмой, контролируемой небольшим числом акционеров. Теоретически, конечно, собственники могут на своем ежегодном собрании решить судьбу фирмы, но в силу многих обстоятельств сделать это весьма затруднительно. В известной степени собственники уравниваются в правах с лендерами, а фирма все более напоминает своенравное дитя, приструнить которое его родителям не легко. Поэтому не следует преувеличивать реальную значимость акционеров (собственников фирмы) в отношении их способности решить судьбу фирмы, особенно если собственность существенно «распылена».

Собственники несут наибольший риск от участия в фирме, поэтому теоретически их вознаграждение за предоставленный капитал максимально, зато их требования в случае банкротства фирмы удовлетворяются в последнюю очередь.

**Капитал собственников фирмы** (Equity Capital, Stockholders' Equity, Shareholders' Equity). Это стоимостная оценка совокупных прав собственников фирмы на долю в ее имуществе. Синоним: собственный капитал. В балансовой оценке численно равен величине чистых активов; в рыночной оценке совпадает с понятием «рыночная капитализация». Как источник средств представлен разделом «Капитал и резервы» в пассиве баланса.

Собственный капитал есть часть стоимости активов предприятия, достоящейся его собственникам после удовлетворения требований третьих лиц. Оценка собственного капитала может быть выполнена формально (по балансовым оценкам, т. е. по данным текущего учета и отчетности, или рыночным оценкам) или фактически, т. е. в случае ликвидации предприятия. Собственный капитал можно трактовать как аналог долгосрочной задолженности предприятия перед своими собственниками. (Данное утверждение не следует понимать буквально, поскольку предприятие не имеет обязательства вернуть средства собственникам; последние могут получить определенный эквивалент вложенных ими средств либо через механизмы рынка, либо после ликвидации предприятия.) Формально собственный капитал представлен в пассиве баланса в той или иной градации, а основными его компонентами являются уставный, добавочный и резервный капитал, а также нераспределенная прибыль.

**Уставный капитал** (Authorized Capital Stock, Authorized Share Capital). Этим термином характеризуется совокупная номинальная стоимость акций фирмы, приобретенных акционерами. Использование прилагательного «уставный» вызвано тем, что размер уставного капитала, количество акций, их номинальная стоимость, категории (обыкновенные, привилегированные) акций, типы привилегированных акций, а также права их владельцев (акционеров) должны быть зафиксированы в уставе общества.

Уставный капитал изначально создается как основа стартового капитала, необходимого для учреждения коммерческой организации. При этом владельцы или участники коммерческой организации формируют его исходя из собственных финансовых возможностей и в размере, достаточном для инициирования той или иной деятельности (иногда пользуются термином «уставная деятельность»). Фонды собственных средств, представляющие собой по сути отложенную к распределению или распределенную по фондам, но не изъятую собственниками прибыль, формируются либо вынужденно (например, резервный капитал в обязательной его части формируется согласно требованиям законодательства), либо осознанно (владельцы предполагают, что достигаемое таким образом расширение объемов деятельности представляет собой более выгодное размещение капитала, чем изыма-

ние прибыли и направление ее на потребление или в другую сферу бизнеса).

Содержание категории «уставный капитал» зависит от организационно-правовой формы предприятия:

- для государственного предприятия это стоимостная оценка имущества, закрепленного государством за предприятием на праве полного хозяйственного ведения;
- для товарищества с ограниченной ответственностью это сумма долей собственников;
- для АО это совокупная номинальная стоимость акций всех типов;
- для производственного кооператива это стоимостная оценка имущества, предоставленного участниками для ведения деятельности;
- для арендного предприятия это сумма вкладов работников предприятия;
- для предприятия иной формы, выделенного на самостоятельный баланс, это стоимостная оценка имущества, закрепленного его собственником за предприятием на праве полного хозяйственного ведения.

При создании предприятия вкладами в его уставный капитал могут быть денежные средства, материальные и нематериальные активы. В момент передачи активов в виде вклада в уставный капитал право собственности на них переходит к хозяйствующему субъекту, т. е. инвесторы теряют вещные права на эти объекты. Таким образом, в случае ликвидации предприятия или при выходе участника из состава общества или товарищества он имеет право лишь на компенсацию своей доли в рамках остаточного имущества, но никак не на возврат объектов, переданных им в свое время в виде вклада в уставный капитал. Уставный капитал, следовательно, условно можно трактовать и как сумму обязательств предприятия перед инвесторами.

Уставный капитал формируется при первоначальном инвестировании средств. Его величина объявляется при регистрации предприятия, а любые корректировки размера уставного капитала (дополнительная эмиссия акций, снижение номинальной стоимости акций, внесение дополнительных вкладов, прием нового участника, присоединение части прибыли и др.) допускаются лишь в случаях и порядке, предусмотренных действующим законодательством и учредительными документами. Количественно величина уставного капитала компании представляет собой сумму номинальных стоимостей приобретенных акционерами акций, причем, согласно российскому законодательству, номинальная стоимость всех обыкновенных акций должна быть одинаковой.



Уставный капитал предприятия определяет минимальный размер его имущества, гарантирующего интересы его кредиторов. В России для некоторых организационно-правовых форм бизнеса его величина ограничивается снизу; в частности, минимальный уставный капитал ОАО должен составлять не менее 1000-кратного МРОТ на дату его регистрации, а ЗАО – не менее 100-кратного МРОТ. Кроме того, уставный капитал должен регулярно контролироваться с позиции его соответствия величине чистых активов. Так, в Гражданском кодексе РФ (ст. 90 и 99) указано, что «если по окончании второго или каждого последующего финансового года стоимость чистых активов общества окажется меньше уставного капитала, общество обязано объявить и зарегистрировать в установленном порядке уменьшение своего уставного капитала. Если стоимость указанных активов общества становится меньше определенного законом минимального размера уставного капитала, общество подлежит ликвидации».

Увеличение уставного капитала может быть достигнуто за счет либо присоединения других собственных источников (нераспределенной прибыли, добавочного капитала, фондов, созданных за счет нераспределенной прибыли), либо дополнительных вкладов участников (учредителей) предприятия.

Уставный капитал нередко состоит из двух частей: долевого капитала в виде привилегированных акций и долевого капитала в виде обыкновенных акций. Чаще всего привилегированные акции составляют незначительную часть уставного капитала и с течением времени либо погашаются фирмой, либо конвертируются в обыкновенные акции.

**Добавочный капитал.** Это условное название источника финансирования, представленного самостоятельной статьей в пассиве баланса, отражающей: (а) сумму дооценок основных средств, объектов капитального строительства и других материальных объектов имущества организации со сроком полезного использования свыше 12 мес., проводимую в установленном порядке; (б) разность продажной стоимости акций, вырученной в процессе формирования уставного капитала АО за счет продажи акций по цене, превышающей номинал, и их номинальной стоимости и (в) положительные курсовые разницы по вкладам в уставный капитал в иностранной валюте. За этим источником фактически стоят владельцы обыкновенных акций.

С особым вниманием следует относиться к формированию добавочного капитала по результатам дооценки внеоборотных активов. Дело в том, что в условиях изменяющихся цен переоценка в определенном смысле оправдана, поскольку позволяет приблизить текущую цену permanently обесценивающихся долгосрочных активов к их справедливой стоимости и уточнить величину амортизации, что при-

водит к уменьшению налога на прибыль и противодействует эрозии капитала. Кроме того, наращивание добавочного капитала за счет переоценки приводит к структурным изменениям в составе источников: доля раздела «Капитал и резервы» растет, что создает впечатление о повышении финансовой устойчивости фирмы. Насколько это впечатление оправданно, зависит от корректности процедур переоценки. Манипулируя оценками, можно вуалировать истинное финансовое положение фирмы.

Таким образом, напрашивается следующий вывод. Поскольку возможны разные способы переоценки (в частности, с привлечением профессиональных оценщиков), очевидно, что оценками можно манипулировать, а потому следует иметь в виду, что статья «Добавочный капитал» весьма обманчива по своей природе, а к ее трактовке как полноценному источнику финансирования надо относиться с крайней осторожностью.

Направления использования источника средств «Добавочный капитал», прописанные в инструкции к плану счетов бухгалтерского учета, включают: (а) погашение снижения стоимости внеоборотных активов в результате их уценки; (б) увеличение уставного капитала; (в) распределение между учредителями предприятия (при ликвидации предприятия); (г) отрицательные курсовые разницы по вкладам в уставный капитал в иностранной валюте.

### Пример

Уставный капитал общества равен 100 тыс. акций номиналом по 10 руб. Общество провело переоценку основных средств, что привело к росту их остаточной стоимости на 121 тыс. руб., а также сделало дополнительную эмиссию 20 тыс. акций номиналом 10 руб. Акции были размещены по цене, превышающей номинал на 12%. Балансы предприятия до проведения упомянутых операций приведены в табл. 3.1.

Таблица 3.1

### Бухгалтерский баланс до переоценки и дополнительной эмиссии акций

(тыс. руб.)

АКТИВ		ПАССИВ	
Статья	Сумма	Статья	Сумма
<b>I. Внеоборотные активы</b>		<b>III. Капитал и резервы</b>	
Основные средства (нетто)	765	Уставный капитал	1000
Нематериальные активы	55	Добавочный капитал	—
<i>Итого по разделу I</i>	820	Резервный капитал	54

Окончание табл. 3.1

АКТИВ		ПАССИВ	
Статья	Сумма	Статья	Сумма
<b>II. Оборотные активы</b>		Нераспределенная при-быль	526
Производственные запасы	1020	<i>Итого</i> по разделу III	1580
Дебиторская задолжен-ность	560	<b>IV. Долгосрочные обяза-тельства</b>	200
Денежные средства	230	<b>V. Краткосрочные обяза-тельства</b>	850
<i>Итого</i> по разделу II	1810		
<i>Баланс</i>	<b>2630</b>	<i>Баланс</i>	<b>2630</b>

Требуется составить баланс после проведения этих операций.

### Решение

Совокупная номинальная стоимость вновь эмитированных акций составляет 200 тыс. руб., однако акции продавались по более высокой цене, а потому общая сумма вырученных обществом средств составила 224 тыс. руб. ( $200 \cdot 1,12$ ). На эту сумму возросла активная статья баланса «Денежные средства». На сумму 121 тыс. руб. увеличилась активная статья «Основные средства», т. е. в целом актив баланса возрос на 345 тыс. руб. В пассиве дополнительная эмиссия отражается увеличением статьи «Уставный капитал» на сумму 200 тыс. руб. Сумма, уплаченная инвесторами в превышение номинала вновь эмитированных акций и равная 24 тыс. руб., будет отражена в пассивной статье «Добавочный капитал». По этой же статье будет отражен результат переоценки в сумме 121 тыс. руб. Таким образом, пассив баланса также возрастет на 345 тыс. руб. Итоговый баланс представлен в табл. 3.2.

Таблица 3.2

### Бухгалтерский баланс после переоценки и дополнительной эмиссии акций

(тыс. руб.)

АКТИВ		ПАССИВ	
Статья	Сумма	Статья	Сумма
<b>I. Внеоборотные активы</b>		<b>III. Капитал и резервы</b>	
Основные средства (нетто)	886	Уставный капитал	1200
Нематериальные активы	55	Добавочный капитал	145
<i>Итого</i> по разделу I	941	Резервный капитал	54

Окончание табл.

АКТИВ		ПАССИВ	
Статья	Сумма	Статья	Сумма
<b>II. Оборотные активы</b>		Нераспределенная при- быль	526
Производственные запасы	1020	<i>Итого</i> по разделу III	1925
Дебиторская задолжен- ность	560	<b>IV. Долгосрочные обяза- тельства</b>	200
Денежные средства	454	<b>V. Краткосрочные обяза- тельства</b>	850
<i>Итого</i> по разделу II	2034		
<i>Баланс</i>	<b>2975</b>	<i>Баланс</i>	<b>2975</b>

Заметим, что в западном учете (например, в МСФО, в англо-американской модели) статьи «Добавочный капитал» именно в такой трактовке, как это предусмотрено российскими бухгалтерскими регулятивами, нет. В учете США эмиссионный доход отражается в статье «Paid-in-Surplus», а результат от переоценки активов – в статье «Revaluation Surplus».

**Резервный капитал** (Reserve Capital). Это источник финансирования, представленный самостоятельной статьей в пассиве баланса, отражающей сформированные за счет чистой прибыли резервы фирмы. За этим источником фактически стоят владельцы обыкновенных акций. Формирование резервного капитала представляет собой реструктурирование пассива баланса. По мере наращивания масштабов деятельности фирмы увеличиваются ее активы и пассивы, все большее количество кредиторов вовлекается в ее деятельность. По определению уставный капитал является гарантией интересов сторонних лиц, однако он без нужды не меняется (любое изменение уставного капитала требует перерегистрации фирмы), а потому с ростом объемов кредиторской задолженности формально уменьшается относительный размер гарантии интересов сторонних инвесторов и кредиторов. Для снижения обеспокоенности сторонних лиц предусмотрен своеобразный дубль уставного капитала путем переброски части нераспределенной прибыли в резервный капитал, направления использования которого ограничены в большей степени. В принципе, можно было бы обойтись и без резервного капитала – путем постоянного изменения капитала уставного, однако такой вариант с формальных позиций требует перерегистрации хозяйствующего субъекта, а в практическом плане ничего не меняет, т. е. он не дает ничего, кроме дополнительных хлопот.

Описанный алгоритм формирования резервного капитала свидетельствует о том, что появление данной статьи в балансе не сопровождается движением реальных финансовых потоков, т. е. с позиции движения денежных средств это искусственная бухгалтерская операция, обусловленная исключительно действующими регулятивами. Понятно, что можно было бы оставить резервный капитал в составе нераспределенной прибыли, что фактически имеет место во многих странах.

В балансе резервный капитал представлен двумя основными статьями: резервами, образованными в соответствии с законодательством, и резервами, образованными в соответствии с учредительными документами. Первые создаются в обязательном порядке, вторые – на усмотрение руководства фирмы.

Законодательством РФ предусмотрено обязательное создание резервных фондов в ОАО и в организациях с участием иностранных инвестиций (для ООО формирование резервного капитала является добровольным). Согласно ст. 35 Федерального закона от 7 августа 2001 г. № 120-ФЗ «Об акционерных обществах» величина резервного фонда (капитала) определяется в уставе общества и не должна быть меньше 5% уставного капитала. Формирование резервного капитала осуществляется путем обязательных ежегодных отчислений от чистой прибыли до достижения им установленного размера. Величина этих отчислений также определяется в уставе, но не может быть меньше 5% чистой прибыли (т. е. прибыли, оставшейся в распоряжении собственников общества после расчетов с бюджетом по налогам). Статьей 35 предусмотрено, что средства резервного капитала предназначены для покрытия убытков, а также для погашения облигаций общества и выкупа собственных акций в случае отсутствия иных средств.

Использование резервного капитала, равно как и других созданных фирмой фондов, относится к компетенции ее Совета директоров (наблюдательного совета).

**Прибыль (Profit).** Этот источник принципиально отличается от рассмотренных. Дело в том, что все вышеприведенные источники входят в группу так называемых нераспределяемых фондов и резервов, т. е. их нельзя использовать для начисления дивидендов, тогда как прибыль доступна для подобной операции. Формально именно прибыль считается основным источником средств динамично развивающегося предприятия. В балансе она присутствует в явном виде как нераспределенная прибыль, а также завуалированно – в виде созданных за счет прибыли фондов и резервов. В условиях рыночной экономики величина прибыли, остающейся в распоряжении предприятия, зависит от многих факторов, основным из которых является, естественно, соотношение доходов и расходов. В зависимости от варианта их признания и оценки можно получить существенно разную прибыль. Под-

черкнем: поскольку держатели привилегированных акций получают свой регулярный доход в виде обязательно выплачиваемых дивидендов, за прибылью, приводимой в балансе как источник средств, фактически стоят владельцы обыкновенных акций. Для внешних пользователей прибыль в балансе может отражаться разными способами; в частности, в рекомендованном Минфином РФ формате баланса прибыль представлена лишь в части нераспределенной прибыли. Подробно прибыль была рассмотрена в гл. 1; см. также [Ковалев, 2006(а)].

### **Заемный капитал**

Помимо собственников в финансировании фирмы участвует группа лиц, называемых лендерами. В общем смысле лендер (Lender) – это разновидность кредитора, предоставляющего свои средства, как правило, на долгосрочной основе и на следующих условиях: (а) поставляются только финансовые ресурсы; (б) имеет место предопределенность в поставке ресурсов по объему и срокам; (в) ресурс предоставляется временно на оговоренный срок; (г) предусматриваются и оговариваются условия возврата того же ресурса; (д) ресурс предоставляется на условиях платности.

Обычно это поставщики финансовых ресурсов на долгосрочной основе, которых можно разделить на две большие группы: рыночные и индивидуально-целевые. *Рыночные лендеры* – это участники рынков ссудного капитала, инвесторы, вкладывающие свои свободные денежные средства в облигационные займы фирм. Они в явном виде не привязаны к конкретной фирме (точнее, индифферентны к ней) и руководствуются исключительно соображениями стратегической доходности и потенциальной ликвидности приобретаемого актива. *Индивидуально-целевые лендеры* – это банки, предоставляющие долгосрочные кредиты, и лизинговые компании, ориентированные на конкретную фирму. Заключаемый при этом двусторонний договор принимает во внимание специфику деятельности фирмы-реципиента. Типичными лендерами являются держатели облигаций и банки. Именно они являются основными источниками заемного капитала. (Заметим, что возможно и взаимное финансирование предприятий на долгосрочной основе путем предоставления займов.)

Под *заемным капиталом* (Debt Capital, Long-term Debt) мы будем понимать совокупность долгосрочных обязательств предприятия перед третьими лицами. В основном этот капитал представлен долгосрочными банковскими кредитами и облигационными займами. Увеличение доли заемного капитала в структуре источников финансирования влечет рост финансового риска, олицетворяемого с данной фирмой, снижение резервного заемного капитала и, начиная с определен-

ного значения, рост средневзвешенной стоимости капитала фирмы. Привлечение заемного капитала в разумных пределах выгодно, поскольку затраты на его обслуживание (уплачиваемые проценты) списываются на себестоимость, т. е. уменьшают налогооблагаемую прибыль, тогда как, например, дивиденды, являющиеся (в приложении к собственному капиталу) неким эквивалентом процентных затрат, выплачиваются из чистой прибыли, т. е. прибыли после налогообложения.

В отличие от собственного заемный капитал: (а) подлежит возврату, причем условия возврата оговариваются на момент его мобилизации; (б) должен, как правило, регулярно оплачиваться (в смысле уплаты процентов лицам, этот капитал предоставившим) независимо от того, есть у фирмы прибыль или нет (с выплатой процентов нельзя ждать, поскольку лендеры вполне могут инициировать процедуру банкротства); (в) постоянен в том смысле, что, с позиции поставщиков капитала, номинальная величина основной суммы долга не меняется (если банк предоставил долгосрочный кредит в размере 10 млн долл., то именно эта сумма и будет возвращена; напротив, вложение аналогичной суммы в акции может с течением времени сопровождаться как доходами, так и потерями); (г) поставщики заемного капитала имеют приоритет перед собственниками фирмы в отношении удовлетворения их интересов в случае банкротства фирмы.

Заемный капитал как долгосрочный источник финансирования подразделяется на три вида: банковские кредиты, облигационные займы и финансовый лизинг. *Заем* (Loan) – это предоставление одной стороной (займодавцем) в собственность другой стороне (заемщику) денег или других вещей, определенных родовыми признаками. Оформляется договором займа, согласно которому заемщик обязуется возвратить займодавцу такую же сумму денег (сумму займа) или равное количество других полученных им вещей того же рода и качества (см. ст. 807 ГК РФ). В плане финансирования деятельности фирмы ключевую роль играет *облигационный заем* (Bond) как разновидность договора займа, осуществляемого путем выпуска и продажи облигаций. *Банковский кредит* (Bank Loan, Bank Credit) – это разновидность займа, когда в роли кредитора, т. е. поставщика денежных средств, выступает банк или иная кредитная организация. Если выпуск облигаций расчитан, как правило, на привлечение средств широкого круга лиц (т. е. число фактических источников, откуда в фирму поступают средства, весьма велико), то в случае с конкретным кредитом фирма, как правило, имеет дело с отдельным поставщиком ресурсов (источником). Таковым является банк.

*Лизинг* (Lease) представляет собой одну из форм кредитования долгосрочных активов путем привлечения средств лизинговой компании; общему описанию подобных операций посвящен разд. 3.6.

Если говорить о сравнительной значимости банковского кредита, облигационного займа и лизинга как способов финансирования компаний за счет заемных средств, то именно два последних источника играют на Западе основную роль. Так, в консолидированном балансе одной из крупнейших компаний мира, известной нефтехимической корпорации «BP p.l.c.» (бывшая «British Petroleum»), составленном на 31 декабря 2002 г., в общей сумме заемного финансирования, равной 22 млрд долл., доля кредитов, займов и финансового лизинга составляла соответственно 3,7%, 87,2%, 9,1%<sup>1</sup>. Не секрет, что в России ситуация диаметрально противоположная: если коммерческая организация и имеет долгосрочные пассивы, что не является обыденным в условиях инфляционной или неустойчивой экономики, то это, в основном, банковские кредиты. По мере стабилизации экономики типовая структура источников средств крупных отечественных компаний претерпит существенные изменения в сторону гармонизации с общемировыми тенденциями.

### **Спонтанные долгосрочные источники финансирования**

Эти специфические источники появились в российской финансовой практике сравнительно недавно. К ним относится прежде всего налоговая служба как представитель государственных органов, представленная в бухгалтерском балансе статьей «Отложенные налоговые обязательства»<sup>2</sup>. Возникновение подобного источника средств подразумевается налоговым законодательством и реализуется в том случае,

<sup>1</sup> Корпорация «BP p.l.c.» является одним из лидеров международного бизнеса. В 2003 г. ее рыночная капитализация составила 144,4 млрд долл., и она занимала 9-е место в рейтинге 500 крупнейших компаний мира, составляемом известной газетой «Financial Times».

<sup>2</sup> Это одна из самых неочевидных для восприятия небухгалтером балансовых статей. Суть ее заключается в том, что государство предоставляет предприятию возможность воспользоваться равномерной амортизацией основных средств для исчисления бухгалтерской прибыли (демонстрируется собственникам) и ускоренной амортизации в целях налогообложения. Налогооблагаемая прибыль демонстрируется налоговой службе как обоснование суммы причитающегося к уплате налога на прибыль. Одновременное применение двух схем амортизации приводит к тому, что в условиях активной реновационной политики у предприятия образуется временный (причем в известном смысле бесплатный) источник финансирования – отложенные к выплате налоги (отложенные налоговые обязательства). Подробнее см.: [Калинина Е.М. и др.]. Пример на формирование отложенных налоговых обязательств см. в работе [Ковалев В., Ковалев Вит., 2005, с. 293–300].



если фирма применяет равномерную амортизацию в целях бухгалтерского учета (т. е. для исчисления прибыли, ориентированной на акционеров) и ускоренную амортизацию в целях расчетов с государством по налогу на прибыль. В этом случае государство предоставляет фирме долгосрочный налоговый кредит. Ясно, что величину этого кредита может определять разные обстоятельства, в том числе инвестиционная политика фирмы (чем активнее обновляются долгосрочные амортизируемые активы, тем значительно может быть величина налогового кредита). Также в эту группу входят долгосрочные кредиторы как антитеза долгосрочных дебиторов (на практике их существование исключительно редко).

### **3.3.3. Краткосрочные источники финансирования**

Существенную роль в финансировании текущей деятельности фирмы играют краткосрочные источники (Short-term Financing), под которыми понимаются обязательства фирмы перед третьими лицами, которые должны быть погашены в течение 12 мес. с момента составления отчетности. В балансе представлены в разделе «Краткосрочные обязательства». За этими источниками фактически стоят: (а) поставщики сырья и материалов, осуществившие свою поставку, но еще не получившие денег в ее оплату; (б) банки, предоставляющие предприятию краткосрочные кредиты; (в) работники фирмы, которым начислена, но еще не выплачена заработная плата; (г) государство, перед которым у предприятия образовалась задолженность по налогам и сборам (иными словами, вновь сделано начисление, т. е. признана необходимостью уплаты, но собственно выплата денежных средств еще не совершена); (д) собственники фирмы, перед которыми у предприятия образовалась задолженность по выплате доходов (например, дивидендов), и др. Задолженность по этим средствам, образовавшаяся спонтанно или в плановом порядке, характеризует объем временно привлеченных предприятием средств, которые тем или иным образом должны быть возвращены в установленном порядке и, как минимум, в срок, не превышающий 12 мес. с момента возникновения соответствующего обязательства. Поставщики средств краткосрочного назначения имеют преимущество перед собственниками и лендерами в удовлетворении своих интересов.

## **3.4. Основные способы формирования и наращивания капитала**

**Акционерный капитал.** Существуют разные методы привлечения средств инвесторов для организации или расширения деятельности фирмы. В условиях рыночной экономики основными из них являются

эмиссия долговых и долевых ценных бумаг. Выпуск ценных бумаг в обращение (эмиссия) осуществляется: (а) при учреждении АО и продаже акций его учредителям (владельцам); (б) при увеличении размеров первоначального уставного капитала путем дополнительного выпуска акций; (в) при привлечении заемного капитала путем выпуска облигаций хозяйствующего субъекта.

В мировой практике известны разные способы выпуска акций. Коротко охарактеризуем основные.

Наиболее распространенным методом эмиссии является *публичное предложение* (Offer for Sale Method), т. е. размещение акций через брокеров или инвестиционные институты, которые покупают весь выпуск, а затем продают его по фиксированной цене физическим и юридическим лицам. Именно этот метод применяется чаще всего, когда происходит приватизация предприятия.

*Продажа непосредственно инвесторам по подписке* (Offer by Subscription Method, Public Issue by Prospectus Method) отличается от предыдущего тем, что промежуточная продажа всего выпуска акций инвестиционному институту не проводится. Компания, распространяющая свои акции, полагается на собственные силы – готовит хороший проспект, проводит широкую рекламу и т. п. Считается, что только процветающие компании с хорошей репутацией могут позволить себе этот метод.

*Тендерная продажа* (Issue by Tender Method): один или несколько инвестиционных институтов покупают у заемщика весь выпуск по фиксированной цене, а затем устраивают торг (аукцион), по результатам которого устанавливают оптимальную цену акции. Рассмотрим пример.

### Пример

Компания намерена выпустить до 700 000 акций на условиях тендер-а. Проведенный аукцион дал следующие результаты.

Аукционная цена (долл.)	Количество акций, которое пожелали купить инвесторы по этой цене	Кумулятивное количество акций	Общая величина полученного капитала (млн долл.)
50	20 000	2000	1,0
40	60 000	8000	3,2
30	100 000	18 000	5,4
20	400 000	58 000	11,6
10	800 000	138 000	7,0

*Комментарий к расчетам.*

Поскольку максимальное число акций 700 000, при установлении цены в 10 долл. компания сможет привлечь лишь 7,0 млн долл., при этом не все по-

тенциальные инвесторы смогут приобрести акции. При существенном повышении цены акции общая сумма привлекаемого капитала значительно уменьшается.

Поэтому оптимальной является цена 20 долл. В этом случае, правда, не все акции будут реализованы (580 000 из 700 000 намеченных к выпуску), однако общая сумма привлеченного капитала будет максимальной – 11,6 млн долл.

При небольших выпусках акций наиболее популярным является *метод целевого размещения* акций брокером у небольшого числа своих клиентов (Placing Method). Снижаются расходы заемщика по размещению акций (например, нет расходов, связанных с подпиской на акции). Как правило, величина капитала, привлекаемого таким образом, ограничивается. Если компания намерена выпустить акций на большую сумму, она должна пользоваться другим методом.

Помимо приведенных выше традиционных легальных методов привлечения капитала, в мировой практике известны другие методы, применение которых иногда становится возможным ввиду несовершенства законодательства по ценным бумагам, неопытности потенциальных инвесторов, естественного желания обывателей получить большой и быстрый доход и т. п.

В качестве наиболее типичного примера можно привести метод *пирамидальной схемы* (Pyramid Scheme). Суть метода чрезвычайно проста. Компания выпускает акции и привлекает инвесторов постоянным высоким ростом их курсовой стоимости, искусственно поддерживая этот рост, а также ликвидность акций за счет постоянного вовлечения все новых инвесторов. Организаторы подобных операций обращают внимание не на эффективное вложение привлеченных средств, а на обеспечение их ликвидности путем роста курсовой стоимости. Вновь включившиеся в игру инвесторы по сути оплачивают обещания, выданные предыдущим инвесторам. Подобные процедуры приводят к росту показателей в геометрической прогрессии. Обеспечить заданный темп прироста курсовой стоимости в этих условиях становится невозможно, и все заканчивается крахом. Инвесторы теряют свои деньги, однако организаторы подобных операций успевают получить немалую выгоду. Для защиты населения от подобных махинаций во многих странах существует запрет на финансовые операции такого типа. В частности, в США в 40 из 50 штатов финансовая пирамида запрещена законом.

Строительство финансовых пирамид имеет давнюю историю; в частности, особую известность в истории приобрело дело Южно-морской компании. Она была зарегистрирована в 1710 г. и наделена эксклюзивными правами на торговлю со странами Южной Америки. Компания привлекала средства инвесторов путем выпуска акций. Поскольку в создании фирмы приняли участие многие известные люди,

ее акции стали весьма популярными. Благодаря развернувшимся спекулятивным сделкам они очень быстро росли в цене, что привлекало к участию в фирме все новых инвесторов. Несмотря на обещания и презентации суперпривлекательных схем торговли, реальный бизнес так и не был организован, и уже через 10 лет финансовый пузырь лопнул. Многие тысячи людей оказались полностью разоренными; дело получило общенациональный резонанс и привело к выпуску в 1719 г. специального закона, подготовленного совместно Королевской фондовой биржей и Лондонской страховой корпорацией и известного в истории как «закон о пузыре» (Bubble Act). Согласно этому закону максимальное число членов партнерства ограничивалось 6 (в 1825 г. планку подняли до 20), а регистрация АО была возможна только с разрешения парламента или короля. Поскольку в обоих случаях организационные процедуры были весьма дорогостоящими и продолжительными, повальному и бесконтрольному созданию АО был положен конец.

Рецидивы пирамидального строительства проявляются в развитых странах и в настоящее время. Так, в США подобное наблюдалось в середине 1990-х гг. на рынке телекоммуникационных услуг [Penman, p. 68]. В те же годы российский фондовый рынок характеризовался массивным применением пирамидальных схем. Ярким примером «пирамиды» на отечественном рынке ценных бумаг являлась, например, деятельность АО «МММ». Финансовая операция, осуществленная этим АО в 1993–1994 гг., заключалась в массивном привлечении денежных средств населения в обмен на акции на волне искусственно созданного быстрого роста самокотировок курса последних и обеспечения их полной ликвидности. Очевидно, что такой рост не имел ничего общего с конкретными финансовыми результатами деятельности АО. Такая массивная продажа акций, рассчитанная на ажиотажный спрос населения, позволила не только привлечь значительные суммы денег, но и существенно сократить сроки размещения акций. Интересно отметить, что при этом не надо было даже обещать конкретных выплат дивидендов, а лишь постоянно менять котировку акций в сторону их повышения, создавая иллюзию получения в будущем супердивидендов.

Подобный метод сопряжен с рядом проблем. Во-первых, необходима организация разветвленной инфраструктуры торговли акциями. Во-вторых, надо поддерживать постоянную ликвидность акций, не обращая внимания на кратковременные неблагоприятные для эмитента колебания конъюнктуры; в частности, препятствуя кратковременному массовому сбросу акций их держателями. Это достигается регулированием текущей котировки акций, которая должна быть как привлекательной для инвесторов, так и вписываться в долгосрочную стратегию

данной финансовой операции. Нерешение этих проблем может привести либо к потере репутации эмитента, либо, в худшем случае, к неблагоприятному финансовому положению и даже краху. Задание слишком высокого темпа роста курса акций может резко ограничить круг потенциальных инвесторов – представителей среднего класса населения, которые составляют большинство и на которых рассчитана рассматриваемая финансовая операция. Именно эта тактическая ошибка была допущена АО «МММ», что привело к массовому сбросу акций в апреле 1994 г., а затем и к окончательному краху компании в августе.

При определении оптимальной модели курсообразования необходимо исходить из текущего уровня инфляции и процентных ставок по разного рода финансовым инвестициям. Значительную роль играет реклама, которая должна оттенять выгодность приобретения акций как одного из вариантов защиты от инфляции, но не должна поощрять у акционеров спекулятивных настроений.

В российском законодательстве описанные выше методы в явном виде не сформулированы; приведены лишь некоторые ограничения в отношении управления собственным капиталом АО, приводящие к тому, что принципы формирования уставного капитала различаются на этапе создания общества и на этапе его функционирования в нормальном режиме.

Отметим прежде всего, что закон проводит определенное различие между учредителями и акционерами. Это касается, в основном, ответственности по обязательствам. Учредители заключают между собой договор в письменной форме, регламентирующий совместную деятельность по созданию общества, размер уставного капитала, категории выпускаемых акций, их номинальную стоимость и количество по каждой категории, порядок их размещения и др. По всем обязательствам, возникшим до регистрации общества, учредители несут солидарную ответственность; в случае одобрения проведенных операций первым собранием акционеров, т. е. после регистрации общества, ответственность по обязательствам возлагается на АО.

При учреждении общества все его акции должны быть размещены среди учредителей и оплачены в течение срока, определенного в уставе. Согласно закону «Об акционерных обществах» не менее 50% акций, распределенных при учреждении общества, должно быть оплачено в течение трех месяцев с момента его государственной регистрации, а оставшиеся – в течение года, если иное не предусмотрено уставными документами. Неоплаченная часть уставного капитала отражается в активе баланса по статье «Задолженность участников (учредителей) по взносам в уставный капитал». В случае оплаты акций (равно как и других ценных бумаг) неденежными средствами она должна быть

сделана в полном объеме в момент их приобретения, если иное не определено в учредительном договоре. В случае неполной оплаты акции в течение установленного срока она поступает в распоряжение общества, о чем делается отметка в реестре акционеров, при этом деньги и другое имущество, внесенное в оплату акции, не возвращаются. Например, если потенциальный акционер оплатит часть своей доли и в дальнейшем по какой-либо причине откажется внести оставшуюся часть, по истечении установленного срока (максимально – 1 год) он не сможет потребовать от общества возвращения ему внесенных им денег или имущества. Акция до момента ее полной оплаты не предоставляет права голоса; это положение не распространяется на акции, приобретаемые учредителями при создании общества. Наконец, до момента полной оплаты уставного капитала не допускается открытая подписка на акции общества.

Оплата акций осуществляется по рыночной стоимости, но не ниже их номинала; при учреждении общества его учредители оплачивают номинал акций. Размещение дополнительных акций осуществляется по цене не ниже номинала, при этом цена размещения может быть ниже рыночной стоимости акций лишь в двух случаях:

- при размещении дополнительных обыкновенных акций акционерам – владельцам обыкновенных акций общества в случае осуществления ими преимущественного права приобретения таких акций по цене, которая не может быть ниже 90% их текущей рыночной цены;
- при размещении дополнительных акций при участии посредника по цене, которая не может быть ниже их рыночной стоимости более чем на размер вознаграждения посредника, установленный в процентах к цене размещения (максимально – 10%).

Уставом общества должны быть определены количество и номинальная стоимость приобретенных акционерами акций (размещенные акции), а также могут быть определены те же самые характеристики в отношении так называемых объявленных акций, т. е. акций, которые общество в будущем вправе размещать дополнительно к уже размещенным акциям.

По решению собрания акционеров общество имеет право изменять величину уставного капитала. Увеличение уставного капитала осуществляется путем увеличения номинальной стоимости акций или выпуска дополнительных акций. В первом случае возможны следующие варианты действий: дополнительные взносы средств акционерами (происходит возрастание валюты баланса) либо использование одного из ранее созданных источников – добавочного капитала или нераспределенной прибыли прошлых лет (валюта баланса не меняется). Допол-

нительные акции могут размещаться обществом только в пределах количества обыкновенных акций, определенного в его уставе.

Уставный капитал может быть уменьшен путем снижения номинальной стоимости акций или сокращения их количества путем выкупа части акций с их последующим погашением. Уменьшение может быть вынужденной процедурой, когда подпиской на акции покрыта не вся сумма, указанная в извещении о подписке. Согласно Гражданскому кодексу РФ (ст. 90 и 99), если по окончании второго и каждого последующего финансового года стоимость чистых активов общества (алгоритм расчета этого показателя, установленный Минфином РФ, приведен в гл. 1) окажется меньше уставного капитала, общество обязано объявить и зарегистрировать в установленном порядке уменьшение своего уставного капитала. Если в результате такого снижения величина уставного капитала окажется ниже установленного законодательством нижнего предела, общество подлежит ликвидации. Поскольку вынужденное уменьшение величины уставного капитала снижает уровень финансовой устойчивости предприятия, эта процедура может выполняться лишь после уведомления всех его кредиторов, которые вправе потребовать досрочного исполнения соответствующих обязательств общества.

Уменьшение уставного капитала путем выкупа части акций с их последующим погашением допускается только в том случае, если такая возможность предусмотрена уставом. Эта операция запрещена, если в результате величина уставного капитала на дату регистрации соответствующего изменения окажется меньше его минимальной величины, определенной законодательством.

Общество может выкупать свои акции и по другим причинам, не имея в виду их обязательного погашения. Можно упомянуть о широко распространенных на Западе схемах поощрения работников, известных как программы народного капитализма, когда выкупленные обществом акции размещаются им среди своих наемных работников, превращая их в собственников. Нередко такие программы стимулируются правительством путем предоставления налоговых льгот.

Согласно Федеральному закону «Об акционерных обществах» операция выкупа собственных акций имеет определенные ограничения. Во-первых, решение о выкупе не может приниматься, если в результате этой операции номинальная стоимость акций общества, оставшихся в обращении, составит менее 90% уставного капитала. Во-вторых, выкупленные акции должны быть реализованы в течение года с момента их приобретения. В противном случае общее собрание акционеров должно принять решение об их погашении, что может сопровождаться либо уменьшением уставного капитала, либо увеличением номинальной стоимости остальных акций с сохранением величин

ны уставного капитала. Кроме того, законом определены условия, когда приобретение собственных акций запрещено. В частности, выкуп обыкновенных акций невозможен: (а) до полной оплаты уставного капитала; (б) если на момент данной операции общество отвечает признакам несостоятельности (банкротства), определенным законодательством, либо эти признаки появятся в результате выкупа акций; (в) если на момент их приобретения стоимость чистых активов общества меньше совокупной оценки его уставного капитала, резервного капитала (фонда) и превышения над номинальной стоимостью определенной уставом ликвидационной стоимости размещенных привилегированных акций либо станет меньше этой величины в результате приобретения акций.

Рассмотренные схемы относились к долевому капиталу в виде акций. Акционерный капитал может меняться и по другим причинам. Следует упомянуть о вариантах, являющихся наиболее значимыми, когда наращивание акционерного капитала происходит за счет реинвестирования прибыли и дооценки долгосрочных активов. Суть первого варианта очевидна и не требует пространного комментария: неизятие прибыли акционерами означает, что в пассиве баланса появился дополнительный источник финансирования (нераспределенная прибыль и фонды, созданные за счет чистой прибыли), а в активе баланса произошло равновеликое увеличение средств, распыленных по разным активам.

Второй вариант действует более замысловато и формально проявляется следующим образом. Фирма переоценивает свое имущество, например, с помощью профессиональных оценщиков; при этом, как правило, меняется в сторону увеличения стоимостная оценка долгосрочных активов, а сумма увеличения записывается в пассивную статью «Добавочный капитал». Происходит равновеликое увеличение актива и пассива баланса, причем в пассиве возрастает именно акционерный капитал. Подобная операция широко распространена в российской практике, а «вздутие» баланса может быть весьма существенным. Здесь надо четко понимать, во-первых, определенную искусственность операции; во-вторых, то обстоятельство, что в результате ее не происходит реального притока средств, а меняются лишь оценки существующих активов. Даже если переоценки, с позиции текущих рыночных цен, были сделаны правильно, стоимостный эффект от переоценки может проявиться лишь при ликвидации фирмы или при продаже акционером своих ценных бумаг.

**Заемный капитал.** Как отмечалось выше, *облигационные займы*, выпускаемые крупными компаниями, являются одним из традиционных способов привлечения капитала в экономически развитых странах. В России этот способ не получил распространения. Тем не менее



возможность выпуска облигаций АО предусмотрена законодательством. Что касается еще одного традиционного источника долгосрочного финансирования – *банковских кредитов*, то роль их в финансировании отечественных компаний исключительно мала. Причины кроются как в нестабильности общеэкономической ситуации в стране, так и в возможности банкиров зарабатывать деньги более легкими в реализации и отчасти менее рисковыми краткосрочными операциями спекулятивного характера.

### **3.5. Традиционные методы средне- и краткосрочного финансирования**

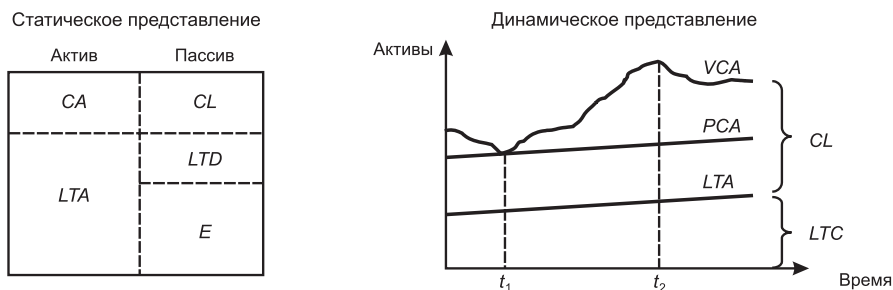
Долгосрочное финансирование имеет значимость с позиции стратегии развития предприятия. Что касается повседневной его деятельности, то ее успешность в значительной степени определяется эффективностью управления краткосрочными активами и пассивами. Оба объекта управления естественно взаимосвязаны, тем не менее в данном разделе мы сделаем акцент на проблемах и методах финансирования. Проблемы финансирования оборотных активов и управление источниками средств в целом тесно взаимосвязаны. Это и понятно, поскольку в подавляющем большинстве случаев в отношении любого источника финансирования нельзя однозначно сказать, что он носит целевой характер, т. е. является источником покрытия определенного вида активов. (Подобное имело место в плановой экономике, когда практика формирования целевых источников финансирования была обыденной; например, предприятия могли получать целевые льготные кредиты на финансирование молодых семей своих работников.) Безусловно, такая ситуация не исключена, но она не должна рассматриваться как доминирующая. Именно поэтому проблемы управления источниками средств, с позиции долгосрочной и краткосрочной перспективы, переплетены.

Как было показано в предыдущих разделах, ликвидность и приемлемая эффективность использования оборотных активов в значительной степени определяются чистым оборотным капиталом. Если исходить из вполне реального посыла, что краткосрочная кредиторская задолженность не может (или по крайней мере не должна) быть постоянным источником покрытия внеоборотных активов, то значение этого показателя меняется от нуля до некоторой максимальной величины  $MV$ . При нулевом значении показателя «чистый оборотный капитал» риск потери ликвидности достигает максимального значения; с ростом значения этого показателя риск убывает. Максимального значения чистый оборотный капитал теоретически может достигнуть в случае, если отсутствует краткосрочная кредиторская задолжен-

ность. В этом случае  $MV$  равно стоимости оборотных активов, а риск потери ликвидности практически равен нулю.

В теории финансового менеджмента принято выделять стратегии финансирования оборотных активов в зависимости от выбора источников покрытия варьирующей их части, т. е. относительной величины чистого оборотного капитала. Известны четыре модели поведения: идеальная, агрессивная, консервативная и компромиссная. Выбор той или иной модели стратегии финансирования сводится к формальному выделению соответствующей доли капитала, т. е. долгосрочных источников финансирования, которая рассматривается как источник покрытия оборотных активов. Алгоритм расчета величины чистого оборотного капитала как разность долгосрочных источников в покрытие внеоборотных активов и величины этих активов может задаваться балансовыми уравнениями, выражающими суть той или иной стратегии финансирования оборотных активов. Для наглядности воспользуемся графическим представлением баланса.

Статика и динамика каждой модели приведены на рис. 3.4–3.7. Для удобства введены следующие обозначения (экономическая суть разных видов оборотных активов объяснялась в разд. 1.3; см., в частности, рис. 1.4).



**Рис. 3.4. Идеальная модель финансирования оборотных активов**

$LTA$  — внеоборотные активы;  $VCA$  — варьирующая часть оборотных активов;  $CA$  — оборотные (текущие) активы ( $CA = PCA + VCA$ );  $PCA$  — системная часть оборотных активов;  $CL$  — краткосрочные обязательства (пассивы);  $LTD$  — долгосрочные обязательства (пассивы), или заемный капитал;  $E$  — собственный капитал;  $LTC$  — долгосрочные источники финансирования (капитал) ( $LTC = E + LTD$ );  $WC$  — чистый оборотный капитал ( $WC = CA - CL$ ).

*Идеальная модель* (рис. 3.4) построена, основываясь на самой сути категорий «оборотные активы» и «краткосрочные обязательства (пассивы)» и их логически обусловленном соответствии.

Слово «идеальная» в данном случае не означает идеал, к которому надо стремиться; это лишь обозначение варианта сочетания активов и источников их покрытия, исходя из их экономического содержания.

Модель означает, что оборотные активы по величине совпадают с краткосрочными обязательствами, т. е. чистый оборотный капитал равен 0. Такая модель практически не встречается, поскольку на любом этапе своей деятельности предприятие нуждается в некоторой сумме свободных денежных средств для поддержания текущих расходов. Кроме того, с позиции ликвидности она наиболее рискована, поскольку при неблагоприятных условиях (например, необходимо рассчитаться с большей частью кредиторов одновременно, а большая часть оборотных активов омертвлена в неденежных средствах) предприятие может оказаться перед необходимостью продать часть основных средств для покрытия текущей кредиторской задолженности. Суть этой стратегии в том, что долгосрочный капитал используется исключительно как источник покрытия внеоборотных активов, т. е. численно совпадает с их величиной. Базовое балансовое уравнение (модель) будет иметь вид

$$LTC = LTA \text{ или } CL = PCA + VCA. \quad (3.2)$$

Из динамического представления баланса видно, что с течением времени валюта баланса постоянно меняется: внеоборотные активы и системная часть оборотных активов возрастают (одинаковые темпы изменения этих активов, представленные на графике, условны); что касается варьирующей части оборотных активов, то их величина постоянно меняется как в сторону увеличения, так и в сторону уменьшения, что может быть вызвано факторами сезонного характера. В момент времени  $t_1$  величина оборотных активов достигла минимального уровня; в момент времени  $t_2$  – максимального. Однако, как показывает статическое представление баланса, в любом случае все оборотные активы покрываются краткосрочными источниками финансирования.

Наиболее реальна одна из следующих моделей стратегии финансирования оборотных активов (см. рис. 3.5, 3.6, 3.7). Для обеспечения надлежащего уровня ликвидности, как минимум, внеоборотные активы и системная часть оборотных активов должны покрываться долгосрочными источниками финансирования (капиталом). Таким образом, различие между моделями определяется тем, какие источники финансирования и в каком соотношении выбираются для покрытия варьирующей части оборотных активов.

*Агрессивная модель* (см. рис. 3.5) означает, что долгосрочный капитал  $LTC$  служит источником покрытия внеоборотных активов и системной части оборотных активов, т. е. того их минимума, который необходим для хозяйственной деятельности. В этом случае чистый оборотный капитал в точности равен этому минимуму ( $WC = PCA$ ). Варьирующая часть оборотных активов в полном объеме покрывается

краткосрочными пассивами. Базовое балансовое уравнение (модель) будет иметь вид

$$LTC = LTA + PCA \text{ или } CL = VCA. \quad (3.3)$$



**Рис. 3.5. Агрессивная модель финансирования оборотных активов**

С позиции ликвидности эта стратегия также весьма рискована, поскольку реально ограничиться минимумом оборотных активов невозможно. Так как постоянных источников финансирования в этом случае хватает лишь на покрытие минимума оборотных активов, в пиковый сезон у предприятия может не найтись свободных средств для финансирования дополнительных потребностей в производственных запасах. Здесь относительно высока текущая прибыль (поскольку затраты на поддержание текущих запасов минимальны), но и высок риск потенциальных потерь от приостановки деятельности или неполучения возможных доходов при возрастании спроса на продукцию в пиковые периоды.

*Консервативная модель* (рис. 3.6) предполагает, что варьирующая часть оборотных активов также покрывается долгосрочными источниками финансирования. В этом случае краткосрочной кредиторской задолженности формально нет, отсутствует и риск потери ликвидности. Чистый оборотный капитал равен по величине оборотным активам ( $WC = CA$ ). Безусловно, данная модель носит искусственный характер. Эта стратегия предполагает установление долгосрочных источников на уровне, задаваемом следующим базовым балансовым уравнением (моделью):

$$LTC = LTA + PCA + VCA \text{ или } CL = 0. \quad (3.4)$$

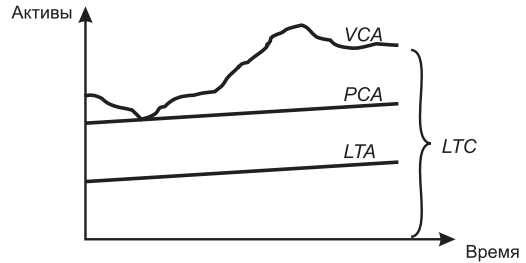
С позиции ликвидности консервативная стратегия наименее рискована, одновременно она сопровождается относительно низкой текущей прибылью, поскольку предприятие вынуждено нести дополнительные расходы по поддержанию излишних запасов. Очевидно, что вместо того чтобы вкладывать собственные денежные средства

в сверхнормативные запасы, их можно пустить в оборот и получить дополнительную прибыль. Консервативная модель экономически не выгодна и с той точки зрения, что предприятие как бы отказывается от кредиторской задолженности, в известном смысле являющейся бесплатным источником финансирования.

Статическое представление

Актив	Пассив
CA	LTD
LTA	E

Динамическое представление



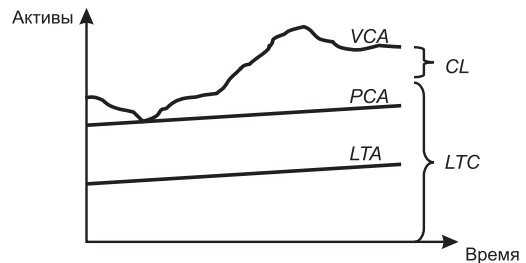
**Рис. 3.6. Консервативная модель финансирования оборотных активов**

*Компромиссная модель* считается наиболее реальной (рис. 3.7). Внеоборотные активы, системная часть оборотных активов и определенная доля (например, половина) варьирующей части оборотных активов финансируются за счет долгосрочных источников.

Статическое представление

Актив	Пассив
VCA	CL
PCA	LTD
LTA	E

Динамическое представление



**Рис. 3.7. Компромиссная модель финансирования оборотных активов**

Чистый оборотный капитал равен сумме системной части оборотных активов и половины их варьирующей части ( $WC = PCA + 0,5VCA$ ). Безусловно, в отдельные моменты времени предприятие может иметь излишние оборотные активы, что отрицательно сказывается на прибыли; однако это рассматривается как плата за поддержание риска потери ликвидности на должном уровне. Эта стратегия предполагает установление долгосрочных источников финансирования на уровне, задаваемом следующим базовым балансовым уравнением (моделью):

$$LTC = LTA + PCA + 0,5VCA \quad \text{или} \quad CL = 0,5VCA. \quad (3.5)$$

**Пример**

Рассчитать варианты стратегии финансирования оборотных средств по приведенным ниже данным.

(тыс. долл.)

Месяц	Оборотные активы (прогноз)	Внеоборотные активы	Всего активов	Минимальная потребность в источниках	Сезонная потребность
Январь	15	60	75	68	7
Февраль	14	60	74	68	6
Март	15	60	75	68	7
Апрель	13	60	73	68	5
Май	11	60	71	68	3
Июнь	11	60	71	68	3
Июль	8	60	68	68	0
Август	10	60	70	68	2
Сентябрь	13	60	73	68	5
Октябрь	16	60	76	68	8
Ноябрь	14	60	74	68	6
Декабрь	14	60	74	68	6

*Комментарий к расчетам.*

На рис. 3.8 представлена динамика изменения активов предприятия, а также возможные варианты стратегии финансирования его текущей деятельности.

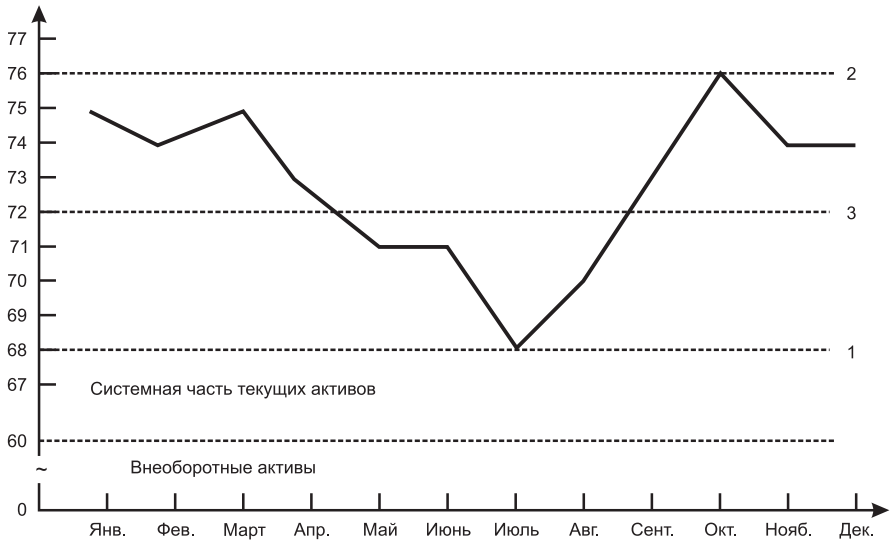
1. Системная часть оборотных активов представляет собой минимальную потребность в оборотных средствах и равна 8 тыс. долл. (по данным июля).

2. Минимальная потребность в источниках средств равна 68 тыс. долл. (в июне), максимальная – 76 тыс. долл. (в октябре).

3. Линия 1 характеризует агрессивную стратегию, при которой долгосрочные источники финансирования покрывают внеоборотные активы и системную часть оборотных активов. Капитал (т. е. долгосрочные источники финансирования) должен составить 68 тыс. долл. Остальная потребность в финансировании покрывается за счет краткосрочных источников (обязательств). Чистый оборотный капитал составит 8 тыс. долл. (68–60).

4. Линия 2 характеризует консервативную стратегию, при которой долгосрочные источники поддерживаются на максимально необходимом уровне, т. е. в размере 76 тыс. долл. Чистый оборотный капитал составит 16 тыс. долл. (76 – 60).

5. Линия 3 характеризует компромиссную стратегию, при которой долгосрочные источники финансирования устанавливаются в размере, покрывающем внеоборотные активы, системную часть оборотных активов и половину прогнозного значения варьирующей части оборотных активов, т. е. 72 тыс. долл. Чистый оборотный капитал составит 12 тыс. долл. (72–60).



**Рис. 3.8. Различные стратегии финансирования оборотных активов**

Необходимо сделать несколько замечаний. Во-первых, предпочтительность той или иной модели следует считать условной потому, что для каждой из них характерен тот или иной значимый вид риска. Во-вторых, эти модели не следует рассматривать как непосредственное руководство к действию, поскольку в реальной жизни строгое следование любой из описанных моделей попросту невозможно. Модели дают лишь общее представление о стратегии управления оборотными активами и источниками их покрытия, помогают понять суть того или иного подхода. В-третьих, анализ ситуации и выявление модели, которая свойственна предприятию или представляется желательной, имеют особое значение с позиции перспективного финансового планирования. В-четвертых, реализация модели чаще всего осуществляется не путем варьирования долгосрочными источниками финансирования, а управлением величиной оборотных активов и краткосрочных пассивов. Безусловно, не исключается варьирование величиной как собственного капитала (путем расчета суммы прибыли, которая может быть выплачена в виде дивидендов), так и долгосрочных пассивов (привлечение или погашение долгосрочных кредитов).

Мы рассмотрели логику управления источниками финансирования в контексте текущей деятельности. Что касается конкретных источников привлеченных средств, которых по сути два – краткосрочные кредиты банков и кредиторская задолженность, то их характери-

стика не представляет особой сложности. Эти источники имеют много различий: в частности, величина кредиторской задолженности может меняться спонтанно (например, по мере расширения деятельности ее величина и удельный вес в структуре источников нередко меняются в сторону увеличения), различны условия заключения договоров с банком и обычным кредитором, принципы работы с кредиторами по финансовым и товарным операциям, условия погашения задолженности и последствия в случае задержки расчетов.

Тем не менее одно из упомянутых различий имеет принципиально важное значение с позиции финансового менеджера – кредиты требуют затрат в виде процентов; кредиторская задолженность условно может быть названа бесплатным источником финансирования. Безусловно, эта бесплатность имеет оттенок искусственности: в случае просрочки расчетов, как правило, применяются штрафные санкции, при особо неблагоприятных условиях может быть инициирована процедура банкротства, выбор того или иного варианта расчетов с кредиторами нередко приводит к сокращению прямых затрат или к появлению упущенных доходов, поскольку нередко срочность оплаты увязывается с величиной платежа, и т. п. (Более подробно проблема стоимости источников финансирования будет рассмотрена в следующей главе.)

Не вдаваясь в подробное описание логики и принципов ссудозаемных операций, приведем краткую характеристику наиболее распространенных видов кредитования.

Основными способами краткосрочного финансирования являются коммерческий кредит и банковский кредит. Суть *коммерческого кредитования* в предоставлении аванса, предварительной оплаты, отсрочки и рассрочки оплаты товаров, работ, услуг. Коммерческий кредит связан с торгово-посредническими операциями и оформляется по-разному: векселем, авансом покупателя, открытым счетом. Разновидностью коммерческого кредита является обычная кредиторская задолженность, образующаяся ввиду существующей системы оплаты по безналичному расчету.

Одним из наиболее перспективных видов коммерческого кредитования является использование простых и переводных векселей предприятий. Выписанный фирмой простой вексель может служить платежным средством в цепочке, связывающей несколько предприятий. Поскольку вексель, выписанный предприятием, считается менее надежным, чем банковский вексель, нередко ликвидность таких финансовых инструментов поддерживается банком в форме *авали* – банковской гарантии оплатить вексель в случае непогашения его фирмой, выпустившей вексель. Обращение в банк за авалем может осуществляться как в момент выписки векселя, так и на любом этапе его обращения в качестве платежного средства. Роль банков в обращении векселей



предприятий не сводится только к выдаче гарантий. Банки могут обеспечивать учет (досрочное погашение) векселей, а также участвовать в предварительном отборе участников вексельного конгломерата. Что касается переводного векселя предприятия, то при его использовании не только решается задача краткосрочного финансирования, но и происходит существенное сокращение времени в пути денежных средств. Действительно, если фирма *AA* должна фирме *BB*, а фирма *CC* в свою очередь должна *AA*, то *AA* может выписать вексель на *CC* с просьбой уплатить по нему фирме *BB*. В этом случае вместо движения средств от *CC* к *AA* и затем от *AA* к *BB* происходит однократное движение от *CC* к *BB*.

*Банковское кредитование* – одна из самых распространенных форм кредитных отношений, когда в роли кредитора выступает кредитная организация, имеющая лицензию Центрального банка на осуществление соответствующих операций. Порядок кредитования предприятия банком, оформление и погашение кредитов регулируются кредитным договором. Для получения кредита заемщик подает в банк следующие документы: (а) заявка, в которой указывается цель получения кредита, сумма и срок, на который он испрашивается; (б) учредительные документы заемщика; (в) финансовая отчетность; (г) карточка с образцами подписей и печати. В зависимости от результатов анализа предоставленных документов на тех или иных условиях заключается кредитный договор, в котором указывается вид кредита, сумма и срок погашения, проценты за пользование кредитом, вид обеспечения кредита, форма передачи кредита заемщику. Банковское кредитование может осуществляться как срочный кредит, контокоррентный кредит, онкольный кредит, учетный кредит, акцептный кредит, факторинг, форфейтинг.

*Срочный кредит* – наиболее распространенная форма краткосрочного кредитования, когда банк перечисляет оговоренную сумму на расчетный счет заемщика. По истечении срока кредит погашается.

*Контокоррентный кредит* (от итал. *conto corrent* – текущий счет) предусматривает ведение банком текущего счета клиента с оплатой поступивших расчетных документов и зачислением выручки. Если средств клиента недостаточно для погашения обязательств, банк кредитует его в пределах установленной в кредитном договоре суммы, т. е. контокоррент может иметь и дебетовое, и кредитовое сальдо. Существуют специальные овердрафтные счета, когда банк кредитует клиента сверх установленной кредитным договором суммы. Расчеты по контокорренту проводятся с установленной договором периодичностью путем сальдирования платежей и поступлений и определения реальной суммы предоставленного кредита.

*Онкольный кредит* (от англ. *on call* – по требованию) является разновидностью контокоррента и выдается, как правило, под залог товар-

но-материальных ценностей или ценных бумаг. В пределах обеспеченного кредита банк оплачивает все счета клиента, получая право погашения кредита по первому своему требованию за счет средств, поступивших на счет клиента, а при их недостаточности – путем реализации залога. Процентная ставка по этому кредиту ниже, чем по срочным ссудам.

*Учетный (вексельный) кредит* предоставляется банком векселедержателю путем покупки (учета) векселя до наступления срока платежа. Векселедержатель получает от банка указанную в векселе сумму за вычетом учетного процента, комиссионных платежей и других накладных расходов. Закрытие кредита осуществляется на основании извещения банка об оплате векселя.

Известны другие формы кредитования с помощью банковского векселя. Например, предприятие может приобрести банковский вексель по цене ниже номинала и использовать его в качестве платежного средства. Последнее в цепочке предприятие в нужный момент предъявит вексель банку для погашения и получит означенную в нем сумму. Предприятие, купившее банковский вексель, получает дополнительный источник краткосрочного финансирования (разность номинала векселя и уплаченной за него суммы); кроме того, не происходит прекращения платежей в цепочке.

*Акцептный кредит* также связан с обращением векселей; он используется во внешней торговле и предоставляется поставщиком импортеру путем акцепта банком выставленных на него экспортером трагт.

*Факторинг* (от англ. *factor* – посредник) представляет собой один из способов кредитования торговых операций, при котором специализированная компания (фактор-фирма) приобретает у фирмы-поставщика все права, возникающие с момента поставки товара покупателю, сама взыскивает долг, а поставщик освобождается от кредитного риска, связанного с возможной неуплатой долга. Большую часть суммы (60–90%) за поставленную продукцию поставщик получает от фактор-фирмы сразу же после отгрузки товара. Оставшаяся часть придерживается для покрытия риска неоплаты. После поступления платежа блокированная сумма, за вычетом процентов и комиссионных фактор-фирмы, выплачивается поставщику в срок, определяемый фактор-соглашением, причем независимо от текущего финансового положения покупателя. Эта операция дорогая для предприятия; в западной практике нередки случаи, когда потери составляют до 50% суммы дебиторской задолженности.

Существуют разные виды факторинга. Открытый факторинг представляет собой операцию, когда компания ставит в известность своего должника об участии банка (факторской компании) в оплате сделок.

При этом на счетах-фактурах делается соответствующая отметка, а все платежи направляются факторской компании. При закрытом факторинге должники не осведомлены о посреднической роли факторской компании.

Операции факторинга чаще всего заключаются с условием регресса, оставляющим за фактор-фирмой право требования к компании возместить уплаченную за дебиторскую задолженность сумму. Это означает, что риск кредитования возлагается на поставщика. Несмотря на свою относительную молодость, факторинг весьма популярен на Западе. Наиболее бурными темпами он развивался в 1980-е гг., в период устойчивого экономического роста западных стран. В 1968 г. было образовано международное объединение фактор-фирм (*Factors Chain International, FCI*) со штаб-квартирой в Амстердаме, включающее свыше 100 факторинговых компаний из 37 стран и имеющее годовой оборот свыше 260 млрд долл., что составляет примерно половину годового оборота мирового фактор-бизнеса. Первыми российскими коммерческими банками, принятыми в *FCI*, стали «Тверьуниверсалбанк» (август 1994 г.) и «Мост-банк» (январь 1995 г.).

*Форфейтинг* (от франц. *a forfait* – целиком) представляет собой кредитование экспортера путем покупки векселей, акцептованных импортером.

Подробнее о формах и видах кредитования см.: [Деньги. Кредит. Банки].

### **3.6. Новые инструменты в системах финансирования деятельности фирмы**

Финансирование деятельности предприятия может осуществляться не только с помощью эмиссии ценных бумаг и получения кредитов. В финансовом менеджменте известны другие приемы и инструменты, применяемые самостоятельно или в комбинации с эмиссией основных ценных бумаг и способствующие расширению объемов финансирования. К ним относятся некоторые разновидности опционов, залоговые операции, аренда (в частности, финансовый лизинг), коммерческая концессия (франчайзинг).

#### **3.6.1. Роль опционных контрактов в мобилизации источников финансирования**

Логика опционов используется и при мобилизации источников финансирования; соответствующие инструменты известны в мировой практике как предложение прав на льготную покупку акций (*Rights Offering*) и warrants (*Warrants*) (общие сведения об опционах см. в работе: [Ковалев, 2006 (а), с. 138–148]).

*Право на льготную покупку акций* представляет собой специфический финансовый инструмент, позволяющий не ущемлять интересы действующих акционеров при дополнительных эмиссиях.

### **Пример**

Уставный капитал АО составляет 100 тыс. акций. Общество планирует дополнительно выпустить 20 тыс. акций. Каждый акционер получает право на приобретение новых акций пропорционально его доле. Например, владелец 1000 акций получает право на приобретение  $\frac{1}{100}$  нового выпуска, т. е. 200 акций. Таким образом, после размещения новых акций уставный капитал составит 120 тыс. акций, а доля акций (и голосов) этого акционера в случае реализации им предоставленного права не уменьшится и составит тот же 1%.

Желая привлечь дополнительные финансовые ресурсы с помощью продажи прав, компании необходимо определить прежде всего, какое количество прав на покупку следует установить для приобретения одной акции. Это делается, как правило, с помощью инвестиционных консультантов; цена подписки на дополнительные акции обычно устанавливается ниже текущей рыночной цены на акции этой компании.

### **Пример**

АО намерено дополнительно привлечь 500 тыс. руб. путем продажи акций с помощью прав на покупку. Уставный капитал состоит из 100 000 акций, рыночная цена на которые в последнее время колебалась около 25 руб. Инвестиционный консультант рекомендует установить подписную цену на акцию, указанную в праве на покупку, в размере 20 руб., что даст возможность полностью разместить акции нового выпуска. Таким образом, обществу надо продать 25 000 дополнительных акций (500 тыс. руб.: 20 руб.). Это означает, что акционеру необходимо предъявить 4 права на покупку (100 000 акций : 25 000 акций) и заплатить 20 руб. для того, чтобы получить одну акцию нового выпуска, т. е. один документ «право на покупку» дает возможность купить  $\frac{1}{4}$  обыкновенной акции.

Покупка акции нового выпуска за 20 руб. вместо 25 руб. выгодна, поэтому понятно, что право на покупку имеет свою стоимость, что и позволяет в дальнейшем этому финансовому инструменту обращаться на рынке самостоятельно. Рассмотрим по данным предыдущего примера логику формирования этой стоимости, называемой теоретической, или внутренней.

При размещении дополнительного выпуска в полном объеме рыночная оценка уставного капитала составит 3 млн руб. ( $25 \cdot 100\,000 + 500\,000$ ), общее число акций в обращении равняется 125 000, а рыночная цена ак-

ции будет равна 24 руб. Таким образом, акционер покупает за 20 руб. акцию, цена которой 24 руб. Привилегия такой покупки обеспечивается приобретением им 4 прав на покупку, т. е. стоимость одного права равна 1 руб.

Отметим, что после дополнительной эмиссии рыночная цена акций понизится с 25 до 24 руб., однако прежние акционеры не понесут потерь, так как владелец акции может продать принадлежащее ему право за 1 руб., т. е. его суммарный доход будет состоять из 24 руб., вложенных в акцию, и 1 руб., вырученного от продажи права.

Из приведенных выкладок можно сделать очевидный вывод: если алгоритм ценообразования в точности определяется в соответствии с законами рынка, действующим акционерам все равно – покупать акции на рынке или с помощью прав на покупку. Заметим, правда, что выгода от покупки акций с помощью прав существует и может проявляться в двух аспектах: (а) реализация прав на покупку дает возможность каждому из действующих акционеров гарантированно сохранить статус-кво с позиции своего участия в капитале компании; (б) право на покупку, как и любая рыночная бумага, при определенных условиях может принести доход его владельцу.

Теоретическая стоимость права на покупку изначально определяется компанией по рекомендации инвестиционного консультанта. Стандартная процедура действий описана в [Бригхем, Гапенски, т. 2, с. 17–22].

Объявляя о намерении привлечь дополнительные средства путем выпуска прав, компания устанавливает дату регистрации владельцев акций. За определенное число дней до этой даты наступает так называемый срок истечения прав на покупку акций нового выпуска. Если акция куплена до дня истечения прав, ее покупатель получает право преимущественного приобретения новых акций; если покупка совершена в день истечения прав или после, такого права покупателю уже не предоставляется. Фактически в день истечения прав рыночная цена акции падает на стоимость права.

Теоретическая стоимость права может быть определена двояко, в зависимости от того, обладают продающиеся в данный момент акции правом на покупку новых акций или нет. Приведем без вывода соответствующие алгоритмы.

До дня истечения прав расчет теоретической стоимости права на покупку ( $RV_t$ ) ведется по формуле

$$RV_t = \frac{SRP_m - SP_e}{k + 1}, \quad (3.6)$$

где  $SRP_m$  – рыночная цена акции с правом покупки новых акций;  
 $SP_e$  – подписная цена на акции;  
 $k$  – число прав, необходимых для покупки одной акции.

Начиная со дня истечения прав расчет теоретической стоимости права на покупку ведется по формуле

$$RV_t = \frac{SRP_m - SP_e}{k}, \quad (3.7)$$

где  $SP_m$  – рыночная цена акции без права покупки новых акций.

### Пример

В условиях предыдущего примера рассчитать теоретическую стоимость права на покупку до и после дня истечения прав.

### Решение

Согласно приведенным формулам имеем

$$\text{до дня истечения прав: } RV_t = \frac{25 - 20}{5} = 1 \text{ руб.};$$

$$\text{после дня истечения прав: } RV_t = \frac{24 - 20}{4} = 1 \text{ руб.}$$

*Варрант* представляет собой еще один финансовый инструмент, способствующий наращиванию долгосрочных источников финансирования фирмы, в частности, путем повышения привлекательности облигационного займа, одновременно с которым размещаются варранты и наращивания акционерного капитала в случае их исполнения.

### Пример

АО планирует выпустить облигационный заем на 8 млн долл. (8000 облигаций по 1000 долл. каждая). Пусть к каждой облигации прикладывается варрант, дающий право купить 2 акции по 130 долл. Проанализировать возможное изменение структуры капитала.

### Решение

Расчеты приведены в табл. 3.3. Данные во второй графе таблицы позволяют дать оценку возможному изменению структуры капитала.

Таблица 3.3

### Изменение структуры источников средств

(млн долл.)

Источник финансирования	До выпуска займа	После выпуска	После исполнения варранта
Обыкновенные акции (номинал 100 долл.)	10,0	10,0	11,6
Добавочный капитал (эмиссионный доход)	1,0	1,0	1,48
Нераспределенная прибыль	<u>15,0</u>	<u>15,0</u>	<u>15,0</u>
Собственный капитал	26,0	26,0	28,08

Окончание табл. 3.3

Источник финансирования	До выпуска займа	После выпуска	После исполнения варранта
Заемный капитал	–	8,0	8,0
Авансированный капитал	26,0	34,0	36,08

*Комментарий к расчетам*

Если все варранты будут исполнены, то количество акций возрастет на 16 000 ( $8000 \cdot 2$ ). Таким образом, уставный капитал увеличится на 1,6 млн долл. ( $100 \text{ долл.} \cdot 16\,000 \text{ акций}$ ), а статья «Эмиссионный доход» увеличится на 480 тыс. долл. ( $30 \text{ долл.} \cdot 16\,000 \text{ акций}$ ). Если к моменту исполнения варранта рыночная цена акций будет ниже цены исполнения, инвестор просто не воспользуется своим правом, предоставленным варрантом.

Применение рассмотренных инструментов способствует наращиванию долгосрочных источников финансирования не только напрямую, но и косвенным образом. Как любая ценная бумага, варрант обращается на рынке ценных бумаг самостоятельно, а потому операции с ним могут принести участнику рынка определенный доход. Поэтому возникает самостоятельный интерес к приобретению этих инструментов. Подтвердим сказанное примерами.

Прежде всего напомним, что варрант имеет теоретическую стоимость и рыночную цену. Теоретическая стоимость ( $WP_t$ ) представляет собой цену, по которой ожидается реализация этой ценной бумаги на рынке, и рассчитывается по формуле

$$WP_t = (AP_m - AP_e)q, \quad (3.8)$$

где  $AP_m$  – рыночная цена финансового актива, указанного в варранте;

$AP_e$  – цена исполнения варранта (т. е. цена, по которой можно будет приобрести базисный актив);

$q$  – количество базисных активов, указанных в варранте.

Если рыночная цена финансового актива, указанного в варранте, ниже цены исполнения, теоретическая стоимость варранта равна 0. Рыночная цена варранта обычно выше его теоретической стоимости. Когда цена исполнения установлена на сравнительно высоком уровне, теоретическая стоимость и рыночная цена варранта близки друг к другу.

Как самостоятельно обращающиеся ценные бумаги, варранты приобретаются для того, чтобы получить доход, называемый премией варранта. Этот показатель является субъективной величиной и определяется инвестором как разность прогнозируемой им цены варранта и его теоретической стоимости.

### Пример

Инвестор намеревается инвестировать 18 тыс. долл. в компанию АА, акции которой продаются по цене 180 долл., а варрант на эти акции – по цене 120 долл. Один варрант дает право приобрести 3 акции компании АА по цене 150 долл. Теоретическая стоимость варранта может быть найдена по формуле (21.7) и равна  $(180 - 150) \cdot 3 = 90$  долл. Инвестор ожидает, что в ближайшее время цена акций поднимется до 210 долл.

### Решение

Инвестор может купить акций на 18 тыс. долл. (в этом случае он получит 100 акций) либо купить 150 варрантов. Предположим, что прогноз инвестора верен и цена на акции поднялась до 210 долл. Тогда его доход составит:

в первом варианте – 3000 долл. ( $30 \text{ долл.} \cdot 100$ );

во втором варианте – 13 500 долл. (поскольку цена акции увеличится на 30 долл., а каждый варрант дает право на покупку 3 акций, то стоимость варранта возрастет на 90 долл.; суммарный доход от владения 150 варрантами будет равен  $30 \text{ долл.} \cdot 3 \cdot 150 = 13\,500$  долл.).

Безусловно, покупка варрантов сопряжена с риском возможных потерь. Если прогноз не оправдается и цена акции снизится, убыток инвестора будет относительно большим, если он приобрел варранты, а не акции непосредственно.

Подобные ценные бумаги уже появлялись на отечественном финансовом рынке, хотя и без особого успеха. В частности, одной из первых в этой области была фирма «Супримекс», которая эмитировала в 1994 г. варранты и продавала их на одной из московских бирж. Эта ценная бумага давала ее владельцу право приобрести 50 привилегированных акций фирмы «Супримекс» по номинальной стоимости. В случае необходимости варрант можно было вернуть и получить назад свои деньги.

### 3.6.2. Залоговые операции и ипотека

На бытовом уровне залоговые операции ассоциируются с деятельностью ломбардов. В условиях рыночной экономики подобные операции являются обыденными и в отношении деятельности предприятий. В настоящее время все большее число коммерческих банков требуют залога при выдаче долгосрочных кредитов; в этом случае предметом залога чаще всего выступают акции предприятия. *Залог (Pledge)* представляет собой способ обеспечения обязательства, при котором кредитор-залогодержатель приобретает право в случае неисполнения должником обязательства получить удовлетворение за счет заложенного имущества. Залоговые операции регулируются законодательством (ст. 334–358 ГК РФ).



Субъектами залоговых операций выступают залогодатель и кредитор. Залогодатель – это лицо, которому предмет залога принадлежит на праве собственности или полного хозяйственного ведения. Предметом залога могут быть вещи, ценные бумаги, имущественные права, иное имущество, отчуждение которого не запрещено законодательством. В частности, в качестве залога может выступать доля собственника в имуществе, при этом залог собственником своей доли общей долевой собственности не требует согласия остальных собственников. Залогодатель распоряжается заложенным имуществом, если иное не предусмотрено законом о залоге или договором о залоге. Залогодержатель имеет право проверять наличие, состояние и условия хранения заложенного имущества. При переходе долга, обеспеченного залогом, к новому залогодателю также передается право распоряжения заложенным имуществом. Порядок страхования заложенного имущества определяется договором.

Договор о залоге совершается в письменном виде по форме, установленной законодательством по месту заключения договора; несоблюдение установленной формы договора делает его недействительным. Залог, обеспечивающий обязательства, возникающие из нотариально заверенного договора, также подлежит нотариальному удостоверению. Залог предприятия в целом или иного имущества, подлежащего государственной регистрации, должен быть зарегистрирован там, где зарегистрировано само имущество; при этом договор о залоге считается заключенным с момента регистрации.

Заложенное имущество либо остается у залогодателя, либо передается во владение залогодержателю (заклад). Выбор варианта может определяться типом заложенного имущества – например, ценные бумаги могут служить в качестве залога, а действующее оборудование – вряд ли. Первый вариант залога является более распространенным, поскольку позволяет залогодателю продолжать вести свою хозяйственную деятельность и выполнить свои обязательства по договору.

Имущество может быть перезаложено, если иное не предусмотрено законом и договором, при этом права залогодержателей сохраняются и удовлетворяются в последовательности их возникновения. Залогодатель обязан сообщать последующему залогодержателю о всех существующих залогах этого имущества, в противном случае он обязан возместить возможные убытки.

При неисполнении в срок обязательства, обеспеченного залогом, залогодержатель имеет право обратиться с иском на предмет залога. При недостаточности суммы, полученной от реализации заложенного имущества, залогодержатель может получить остальное за счет другого имущества должника, если иное не оговорено договором.

Залог предприятия, строения, здания, сооружения, иного объекта, непосредственно связанного с землей, вместе с земельным участком или правом пользования им называется *ипотекой* (Mortgage). Договор об ипотеке подлежит обязательному нотариальному удостоверению и регистрации в поземельной книге по месту нахождения объекта ипотеки. Ипотека предприятия распространяется на все его имущество. По требованию залогодержателя предприятие обязано предоставлять ему финансовую отчетность. При неисполнении предприятием обязательств залогодержатель вправе принять меры, предусмотренные договором, включая назначение своих представителей в органы управления предприятием и ограничение права распоряжаться имуществом и продукцией.

Несмотря на то что залог является рискованной операцией для залогодателя, для многих предприятий он нередко является практически единственным способом получить в банке долгосрочный кредит. Уместно заметить, что залоговые операции весьма рискованы и для кредитора-залогодержателя, причем здесь следует упомянуть о некоторых неожиданных видах риска.

Безрисковых операций в бизнесе практически не существует, и даже получение залога не гарантирует кредитора от возможных потерь. Кредитору необходимо иметь в виду и еще одну, на первый взгляд, довольно парадоксальную ситуацию: что он будет делать с заложенным имуществом, если вдруг возникнет необходимость воспользоваться своим правом на заложенное имущество? Нередко эта ситуация не анализируется на этапе заключения сделки, поэтому возможны ситуации, когда залогодатель не выполняет свои обязательства и в ответ на справедливые требования кредитора предлагает ему воспользоваться своим правом в отношении предмета залога. В этой ситуации кредитор вдруг осознает, что не сможет самостоятельно эксплуатировать имущество или выгодно продать его. В литературе описаны ситуации, когда некая авиакомпания или кондитерская фабрика предоставляли свои мощности (кстати, довольно изношенные) в качестве залога банку, который в дальнейшем, не имея возможности вернуть предоставленный кредит, так и не знал путей выхода из сложившейся ситуации.

В России залоговые операции используются, главным образом, для получения банковского кредита. На Западе разработана еще одна операция – *секьюритизация активов* (Asset Securitization), представляющая собой эмиссию ценных бумаг, обеспеченных залогом (в частности, ипотекой). Смысл этой операции заключается в следующем. Некоторое кредитное учреждение собирает в пул предоставленные им кредиты, обеспеченные относительно однородным имуществом (например, дебиторская задолженность, индивидуальные жилищные закладные), и выпускает ценные бумаги под общее обеспечение. Цен-

ность отдельного актива может быть невысокой, однако, будучи собранными вместе, активы представляют значимую величину. Нередко в процессе секьюритизации участвуют несколько финансовых институтов, каждый из которых выполняет свои функции: выдачу кредитов, составление пула, проведение эмиссии, страхование, инвестирование в новые ценные бумаги. Примеры секьюритизации активов можно найти в [Кидуэлл, Петерсон, Блэжуэлл, с. 385, 548].

### **3.6.3. Финансовая аренда (лизинг) как источник финансирования<sup>1</sup>**

Деятельность любой коммерческой организации чаще всего строится, исходя из стратегии наращивания производственных мощностей и объемов производства, реализация которой нередко сдерживается недостатком источников финансирования; кроме того, все источники существенно различаются темпом их мобилизации. Одним из сравнительно быстро мобилизуемых источников является аренда. Арендные отношения имеют давнюю историю, однако именно в последние десятилетия их развитию был придан новый импульс, в частности, появились принципиально новые виды аренды, стимулирующие инвестиционную деятельность. Не случайно одна из разновидностей аренды – финансовая аренда (лизинг) – рассматривается сейчас как весьма эффективный способ финансирования инвестиционного процесса и потому широко распространена в экономически развитых странах.

Очевидно, что капитальные вложения могут быть профинансированы за счет собственного и (или) заемного капиталов. К основным источникам собственных средств относятся уставный капитал (на первоначальном этапе), в дальнейшем реинвестированная (т. е. не изъятая собственниками) прибыль, включая сформированные за счет ее фонды. К сожалению, эти источники либо ограничены в объеме (прибыль), либо трудно мобилизуемы. (Например, эмиссия акций с целью привлечения дополнительных денежных средств сопровождается относительно высокими затратами, продолжительностью мобилизации, определенными ограничениями правового характера). А потому неотъемлемо присущее рыночным отношениям требование динамичности принимаемых решений финансового характера, в том числе в области стратегии, с необходимостью повышает значимость заемного капитала. Особенно это относится к тем источникам привлекаемых средств, которые являются быстро мобилизуемыми.

---

<sup>1</sup> Раздел написан д-ром экон. наук Вит. В. Ковалевым. Подробно о теоретических и практических аспектах лизинговых операций, о коллизиях, трактовках и методиках можно прочесть в работах [Ковалев Вит.; Мотовилов].

В современном крупном бизнесе весьма активно используются лизинговые операции. Они выгодны производителям, поскольку позволяют им реализовывать свою продукцию в условиях непрерывно нарастающей конкуренции. Эти операции представляют интерес и для потенциальных пользователей объектами лизинга, по какой-либо причине не желающих одновременно финансировать приобретение дорогостоящего имущества или не имеющих в данный момент свободных денежных средств.

**Лизинг** (Lease) – это аренда; именно так этот институт рассматривается в МСФО. В некоторых странах, включая Россию, в законодательных документах проводится различие между понятиями «лизинг» и «аренда». Так, согласно ст. 665 ГК РФ лизинг представляет собой операцию приобретения в собственность арендодателем (лизингодателем) указанного арендатором (лизингополучателем) имущества у определенного арендатором продавца с последующим предоставлением его за плату во временное владение и пользование для предпринимательских целей. Как видно из приведенного определения, лизинг представляет собой вид предпринимательской деятельности, предусматривающий инвестирование лизингодателем временно свободных или привлеченных финансовых ресурсов в приобретение имущества с последующей передачей его лизингополучателю на условиях аренды.

В отечественной практике имеет место определенное терминологическое недоразумение в трактовке и соотношении категорий «лизинг» и «аренда», которое заключается в том, что два этих термина в известном смысле различаются, т. е. отдельными нормативными документами введены понятия «аренды», «финансовой аренды (лизинга)», «финансового лизинга» и др. Иными словами, некоторый раздел арендных операций в российских регулятивах и руководствах поименован иностранным словом «лизинг». Поэтому у практических работников, читающих не только отечественную, но и переводную литературу, может сложиться впечатление, что в экономически развитых странах существуют две принципиально различающиеся операции – аренды и лизинга. На самом деле этого нет, поскольку специфическая, в классическом варианте, трехсторонняя сделка – лизинг – по сути представляет собой совокупность заключаемых ее участниками самостоятельных договоров; это, как минимум, *договор купли-продажи* имущества между поставщиком и лизингодателем, а также *договор аренды* между лизингодателем и лизингополучателем; в некоторых случаях к указанным договорам добавляются еще *договор страхования* объекта лизинга и *кредитный договор* между лизингодателем и финансирующими организациями (банки, фонды и т. д.). В специальной литературе можно видеть не меньше десятка разновидностей лизинга, однако критерии, по которым они разделяются, зачастую носят искусственный характер, ориентированы в большей степени на формальную

сторону, нежели на экономическое содержание операции. Строго говоря, можно выделить лишь две основные формы лизинга – финансовый и операционный (подавляющее большинство других видов лизинга, упомянем, например, о совсем уж экзотическом «мокром лизинге», являются надуманными, по сути бессмысленными и практически бесполезными).

**Финансовый лизинг** (Financial Lease) – это лизинг, при котором риски и вознаграждения от владения и пользования арендованным имуществом ложатся на арендатора (лизингополучателя). В этом случае арендатор (лизингополучатель), в соответствии с требованиями МСФО № 17 «Аренда», должен отражать предмет лизинга в составе активов (следование принципу приоритета содержания перед формой). В соответствии с российским законодательством балансодержателем объекта финансового лизинга может выступать как лизингополучатель, так и лизингодатель, что оговаривается в договоре лизинга.

Согласно англо-американскому подходу аренда (лизинг) признается финансовой, если выполнено хотя бы одно из следующих условий:

- срок договора финансового лизинга равен (или сопоставим) сроку амортизации арендуемого имущества (нижний предел – 75% срока полезной эксплуатации объекта);
- по окончании договора имущество переходит в собственность лизингополучателя или выкупается им по остаточной стоимости. Необходимо отметить, что при финансовом лизинге, когда сроки амортизации и лизинга совпадают, остаточная стоимость у лизингодателя по окончании договора лизинга часто равна нулю;
- платежи лизингополучателя превышают расходы лизингодателя по приобретению данного имущества; таким образом, лизингополучатель возмещает лизингодателю его инвестиционные затраты (стоимость объекта лизинга) и уплачивает комиссионное вознаграждение. Дисконтированная стоимость лизинговых платежей должна быть не меньше 90% справедливой стоимости объекта лизинга.

**Операционный лизинг** (Operating Lease) – это лизинг, не являющийся финансовым<sup>1</sup>. Риски владения и пользования арендованным

---

<sup>1</sup> В российской практике, а также в отдельных нормативных актах нередко применяется термин «оперативный лизинг», что, на наш взгляд, представляется не вполне корректным. Вероятно, этот термин был введен благодаря прямому и не самому удачному переводу с англ. *operating lease*. В отечественной литературе понятие «оперативный» традиционно увязывается с временным интервалом и подразумевает краткосрочность. Однако понятие «*operating lease*» никакого отношения к подобной трактовке не имеет; точнее говоря, конечно, могут быть и краткосрочные арендные операции, но в целом временной аспект здесь не является определяющим. В англо-американской практике операционный лизинг определяется как лизинг, не являющийся финансовым. Как видим, упоминания о временном параметре здесь нет. Слово «операцион-

активом не передаются арендатору (лизингополучателю), и арендодатель (лизингодатель) отражает имущество, переданное в аренду, в своем балансе. Операционный лизинг заключается на срок, меньший, чем амортизационный период арендуемого имущества, и предусматривает возврат объекта лизинга владельцу по окончании срока действия контракта. Как правило, техническое обслуживание, ремонт, страхование и другие обязательства принимает на себя лизингодатель. Общая сумма выплат арендатора за арендованное имущество не покрывает расходов арендодателя по его приобретению; поэтому, как правило, такое имущество сдается в операционный лизинг неоднократно.

В связи с часто встречающимся необоснованным применением понятия «лизинг» в пособиях и руководствах заметим, что Гражданский кодекс РФ вводит признак, характеризующий возможные объекты аренды и лизинга, – *материальность*. Согласно этому признаку потенциальными объектами аренды и лизинга могут служить так называемые непотребляемые вещи, т. е. вещи, не теряющие своих натуральных свойств в процессе их использования. Отсюда следует важный вывод: в аренду, в том числе в лизинг, не могут быть сданы нематериальные активы, как имущество, не относящееся к вещам, денежные средства, права организации (лицензии, разрешения и т. д.).

Таким образом, в качестве предмета лизинга могут выступать только вещи (предметы) и имущественные комплексы. В этой связи заметим, что на сегодняшний день в экономической литературе встречаются абсурдные определения, например «лизинг персонала». (Здесь, вероятно, подразумевается предложение о подборе специалистов определенной квалификации на временную работу с выплатой им установленной заработной платы, а также своеобразного вознаграждения компании, занимающейся предоставлением подобных услуг.) Не вдаваясь в дискуссию об экономической или правовой сути данной операции, отметим, что применение подобной формулировки (использование термина «лизинг» в данном контексте) совершенно некорректно. Дело в том, что в лизинг можно сдавать лишь то, что принадлежит экономическому субъекту по праву собственности. В этом аспекте использование слова *лизинг* в применении к работникам по своей абсурдности можно уравнять с пожеланием учета сотрудников конкретно взятой компании на ее балансе. Очевидно, что ни один экономический субъект не владеет своими сотрудниками (отношения между ними строятся на позициях взаимной договоренности гражданско-правового характера), а потому применение терминов подобного рода следует отнести исключительно к недостаточной правовой культуре «изобретателей».

---

ный» гораздо точнее отражает суть лизинговой операции в этом случае, которая, повторим, может быть протяженной во времени.

Как способ финансирования аренда появилась в середине XX в. Первая лизинговая компания «United States Leasing Corporation», созданная в 1952 г. Г. Шонфельдом, занималась покупкой имущества для последующей сдачи его в аренду. За короткое время своего существования этот вид деятельности получил широкое распространение во всем мире и был признан как один из наиболее эффективных и надежных методов инвестирования средств в оборудование. Многие крупные производители оборудования и транспортных средств являются одновременно крупнейшими арендодателями своей продукции; в их числе такие известные фирмы, как IBM, XEROX, «Boeing Aircraft». Особенно лизинг распространен в таких отраслях, как авиационное и авиаперевозки, судостроение, информационные технологии.

Впервые нечто сходное с лизингом появилось в Советском Союзе, когда с помощью подобных операций финансировалось приобретение судов и авиатехники. Однако сделки эти были немногочисленными и занимались ими только несколько государственных организаций, действовавших, как правило, под эгидой соответствующих министерств (транспорта, морского флота и т. д.), т. е. о существовании лизинга как некоей самостоятельной операции говорить не приходилось. С началом реформ в России были созданы компании, финансировавшие приобретение имущества через долгосрочную аренду, большинство из которых были по сути лишь отделениями банков.

По-настоящему первым шагом в развитии лизинговой деятельности в России следует считать выход в свет постановления Правительства РФ от 29 июня 1995 г. № 633, в котором была сформулирована программа развития данного вида деятельности в России и утверждено Временное положение о лизинге. До выхода в свет Гражданского кодекса РФ (части второй) Временное положение являлось не только первым, но единственным нормативным документом, в котором были приведены основные понятия, характеризующие лизинговую деятельность.

Создание нормативной базы по лизингу получило свое продолжение 5 ноября 1998 г., когда вступил в силу Федеральный закон № 164-ФЗ «О финансовой аренде (лизинге)». Это был весьма конструктивный шаг в развитии лизинговой деятельности в России; в нем подробно и всесторонне описывался данный вид бизнеса; кроме того, в целом он не противоречит гражданскому законодательству.

С самого начала оформления лизинга в отечественной системе правоотношений законодательно был поставлен знак равенства между категориями «лизинг» и «финансовая аренда». В нашей стране лизинг определяется как конкретная совокупность операций по приобретению имущества и последующей сдаче его в аренду, в которых

участвуют как минимум три стороны<sup>1</sup>. Существуют также условия о целенаправленности выбора имущества, использовании его для предпринимательских целей и т. д., но определяющим моментом является наличие в сделке трех субъектов взаимоотношений. Кроме того, отечественное законодательство не содержит условий об экономической природе лизинговой сделки. Есть упоминание о том, что собой представляет лизинговый платеж (в частности, перечисляются его компоненты), но, повторим, главным видовым признаком лизинга остается наличие трех субъектов.

Что касается категории «финансовая аренда», то она прежде всего и в большей степени является категорией бухгалтерского учета. Фактически, в соответствии с международными подходами эта категория трактуется как совокупность таких условий арендной сделки, которые позволяют говорить о передаче контрагенту-арендатору риска случайной гибели имущества (который, как известно, по определению налагается на собственника), а также всех выгод и доходов от использования имущества. Указание на необходимость присутствия в сделке трех субъектов взаимоотношений отсутствует.

Данное определение, отражающее экономическую сущность процесса, на практике дополняется системой количественных и качественных критериев для определения того, состоялась ли передача арендодателем арендатору рисков и доходов от эксплуатации арендованного имущества. Эти критерии, несмотря на наличие в мировой практике более или менее унифицированного подхода к трактовке комплекса арендных операций, в каждой стране имеют специфические особенности, которые зачастую приводят к различиям методологического характера.

Таким образом, между категориями «лизинг» и «финансовая аренда» однозначного равенства быть не может. При характеристике финансовой аренды в учетных регулятивах нет указания на наличие трех субъектов сделки и целенаправленного характера покупки имущества для последующей его сдачи. В результате законодательно закрепленного равенства между лизингом и финансовой арендой в отечественной хозяйственной практике упущен целый пласт взаимоотношений между арендодателем и арендатором, который подпадает под определение финансовой аренды в соответствии с требованиями МСФО. В частности, речь идет о широко распространенной на Западе ситуации, когда сам производитель имущества сдает его в аренду фактически на весь срок эксплуатации (характерный пример для производителей авиатехники).

---

<sup>1</sup> Основными участниками лизинговой сделки являются производитель имущества (продавец), лизингодатель и лизингополучатель, однако в конкретной ситуации возможно расширение круга участников (например, за счет вовлечения банка и страховой организации) или сокращение до двух, когда продавец имущества и лизингополучатель объединяются в одном лице (ситуация возвратного лизинга).



По определению лизинг, в трактовке российских регулятивов, представляет собой частный случай финансовой аренды: это так называемая прямая финансовая аренда «Direct Financial Lease». Суть ее в следующем. Будущий лизингополучатель нуждается в некотором имуществе, но не имеет для приобретения его свободных денежных средств или не желает приобретать его. Тогда он находит лизинговую компанию, которая по его заявке приобретает в собственность это имущество, а затем передает его во временное владение и пользование лизингополучателю за определенную плату. Очевидно, что это один из вариантов арендных отношений.

Ни один вид деятельности не найдет широкого применения, если он не будет приносить выгоду всем участникам договорных отношений. Среди преимуществ, которые дает финансовая аренда (лизинг) участникам сделки, выделим следующие.

Во-первых, инвестирование в форме имущества, в отличие от денежного кредита, снижает риск невозврата средств. Объект аренды страхуется от всех рисков арендатором или арендодателем; кроме того, он передается в залог кредитору сделки (банку или арендодателю).

Во-вторых, банковский кредит выдается, как правило, на 70–80% стоимости приобретаемого оборудования, в то время как его аренда предполагает 100%-ное кредитование. Данное преимущество на практике встречается не всегда, поскольку арендатор-лизингополучатель уплачивает аванс или участвует в финансировании приобретения имущества.

В-третьих, условия договора финансовой аренды (лизинга) по-своему более вариабельны, чем кредитные отношения, так как позволяют участникам выработать более удобную для них схему выплат.

В-четвертых, договор финансовой аренды (лизинга) часто содержит условия о технической поддержке оборудования лизингодателем, например ремонт, обновление в случае появления более совершенных образцов, в результате чего уменьшается риск морального износа. Если оборудование приобретается в собственность путем его покупки, указанные расходы организация должна нести самостоятельно. Данная форма взаимоотношений между лизингодателем и лизингополучателем в большей степени свойственна западной хозяйственной практике.

В-пятых, объект финансовой аренды (лизинга) может и не числиться на балансе лизингополучателя, в связи с этим он не платит по этому оборудованию налог на имущество; кроме того, улучшаются показатели, характеризующие его финансовое положение, поскольку степень финансовой зависимости вуалируется<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Строго говоря, объект финансовой аренды, в соответствии с требованиями МСФО, подлежит обязательному учету на балансе арендатора. Только отечественное законодательство предоставляет участникам сделки возможность выбора балансодержателя имущества.

В-шестых, в России участники данных операций обладают правом применения к объекту имущества ускоренной амортизации с коэффициентом ускорения не более 3.

В-седьмых, производитель имущества получает дополнительные возможности сбыта своей продукции, что представляется весьма немаловажным фактором в условиях жесткой конкурентной борьбы.

Логика оценки предпочтительности лизинговой сделки очевидна и заключается в следующем. Компания, которой требуется некоторый актив, должна определить, является ли финансовая аренда (лизинг) оборудования менее дорогостоящим мероприятием, чем его покупка (как правило с учетом заемных средств). Таким образом, оценивается внутренняя стоимость совокупных затрат по лизингу по отношению к займу.

Для иллюстрации методики оценки и сравнения вариантов воспользуемся данными следующего примера. Допустим, что компания «Альфа» имеет возможность купить оборудование либо взять его в лизинг. Необходимо оценить, какой вариант является более предпочтительным для компании при перечисленных условиях.

1. Стоимость оборудования – 100 тыс. руб. Срок предполагаемого использования этого оборудования компанией – 5 лет, а срок действия договора лизинга – 4 года.

2. Амортизация равномерная, по ставке 20%.

3. Компания может получить оборудование на условиях финансовой аренды, ежегодный платеж в конце года составляет 36 903 руб. (без НДС).

4. Выкуп оборудования по истечении 4 лет предполагается по остаточной стоимости, равной 20 тыс. руб.

5. Договором лизинга предусмотрена компенсация лизингодателю расходов по эксплуатации оборудования 2000 руб. ежегодно (без НДС). Указанная сумма включена в ежегодный платеж 36 903 руб. Если компания приобретает это оборудование в собственность, она самостоятельно должна осуществлять эти расходы.

При расчетах каждый лизинговый платеж распределяется между суммой, идущей на погашение обязательств по лизингу, и затратами в виде начисленного процента (лизинг – это один из методов кредитования) и технического обслуживания. Один из вариантов данного распределения приведен в табл. 3.4.

В процессе анализа денежных потоков у участников сделки не принимался во внимание НДС, поскольку он лишь усложнял расчеты, но в относительном плане не оказывал влияния на анализ эффективности лизинговых операций.

В настоящее время для объекта, полученного по договору финансовой аренды (лизинга), отечественным законодательством не установлено жесткое закрепление балансодержателя имущества, поэтому

для целей анализа необходимо рассматривать обе ситуации – когда имущество, согласно договору, подлежит учету на балансе лизинговой компании и когда балансодержателем выступает лизингополучатель.

Таблица 3.4

**Порядок распределения лизинговых платежей**

(руб.)

Дата платежа	Величина платежа по годам				Величина обязательств, оставшаяся к погашению
	Всего	Текущие расходы	Процент по лизингу (комиссионное вознаграждение)	Уменьшение величины обязательств	
Начало договора					100 000
31.12.06	36 903	2000	20 000	14 903	85 097
31.12.07	36 903	2000	17 019	17 884	67 213
31.12.08	36 903	2000	13 443	21 460	45 753
31.12.09	36 903	2000	9151	25 753	20 000
Выкуп имущества 1 января 2010 г.	20 000	–	–	20 000	–
<b>Итого</b>	<b>167 613</b>	<b>8000</b>	<b>59 613</b>	<b>100 000</b>	<b>–</b>

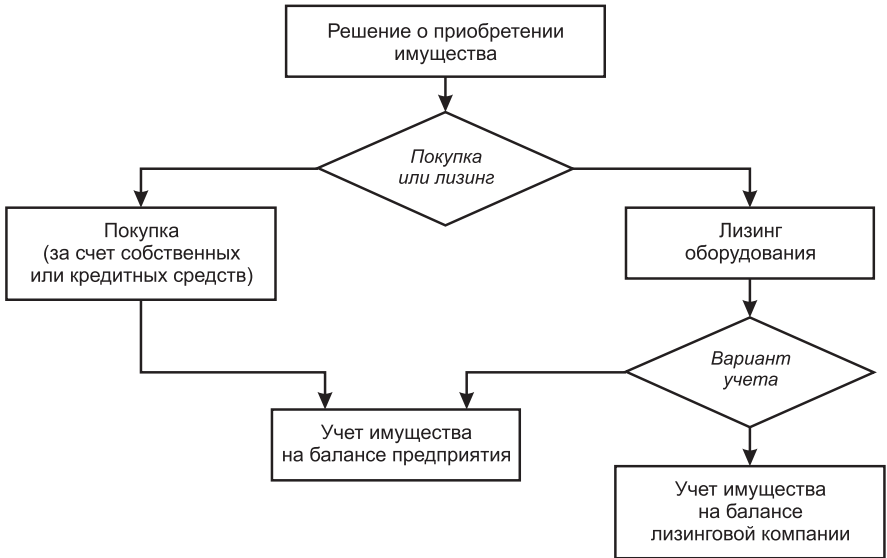
Примечание. Величина процента по лизингу рассчитывается как 20% оставшейся суммы обязательств в предыдущем году.

В общем виде решение о способе приобретения имущества некоторым предприятием может быть представлено следующей схемой (см. рис. 3.9).

Как видно из рисунка, возможны следующие варианты действий: (а) имущество приобретает предприятие, при этом структура источников финансирования определяется предприятием и может быть разной, т. е. комбинация собственных и заемных средств выбирается в ходе анализа их доступности и сравнительной стоимости; имущество приобретается путем финансовой аренды (лизинга) и учитывается на балансе: (б) предприятия-лизингополучателя; (в) лизинговой компании<sup>1</sup>.

Вначале рассмотрим денежные потоки у компании «Альфа», если она приобретает это оборудование в собственность в начале рассматриваемого периода, т. е. 1 января 2006 г.

<sup>1</sup> Согласно международным стандартам финансовой отчетности объект лизинга подлежит отражению на балансе лизингополучателя; в российском законодательстве балансодержатель определяется в лизинговом договоре.



**Рис. 3.9. Схема принятия решения о приобретении и учете имущества**

Расходы по содержанию и эксплуатации машин и оборудования в полном объеме включаются в себестоимость. Годовая их величина составляет 2000 руб. без учета НДС. Если бы эти расходы несли третья сторона (например, производитель имущества) или их вообще не существовало, величина балансовой прибыли у компании увеличилась бы на 2000 руб. и, следовательно, компания заплатила бы налог на прибыль на 480 руб. больше ( $2000 \cdot 0,24$ , где 24% – ставка налога на прибыль). С одной стороны, мы имеем прямой отток денежных средств в виде затрат на обслуживание оборудования (ежегодно в сумме 2000 руб.); с другой стороны, это дает нам экономию на уплате налога на прибыль в размере 480 руб. ежегодно.

Аналогично получаем налоговую экономию на амортизации. Ежегодно компания «Альфа» начисляет и списывает на издержки 20 000 руб. ( $100\,000 \text{ руб.} \cdot 0,2$ , где 100 000 руб. – это первоначальная стоимость имущества, а 20% – годовая норма амортизации). Тогда налоговая экономия составляет для компании ежегодно 4800 руб. ( $20\,000 \cdot 0,24$ ).

Сравнение затрат на аренду и на покупку необходимо делать с помощью дисконтирования. В качестве критерия, на основании которого делается оценка целесообразности того или иного варианта финансирования (инвестирования), используется либо собственно критерий *NPV* (применяется в анализе лизингодателя), либо критерий дискон-

тированных затрат (*NPVC*), представляющий собой некоторую модификацию критерия *NPV* (применяется в анализе лизингополучателя).

В зависимости от выбора ставки процента (ставки дисконтирования) результаты анализа могут быть разными, поэтому правильное определение величины указанного процента представляется весьма существенным. В некотором роде данное обстоятельство накладывает на ход анализа субъективность. Например, в качестве дисконтной ставки при сравнении покупки и аренды можно выбирать величину стоимости заемного капитала. При этом целесообразно использовать не формально установленную ставку по кредитам, а посленалоговую стоимость капитала, поскольку проценты кредитному учреждению, как правило, включаются в себестоимость и уменьшают налогооблагаемую базу при исчислении налога на прибыль<sup>1</sup>. Предположим, что среднегодовая ставка по банковским кредитам составляет 25%. Посленалоговая стоимость капитала с учетом ставки налогообложения прибыли, равной 24%, соответственно будет составлять 19% ( $25\% \cdot 0,76$ ). По этой ставке и надо дисконтировать ежегодные денежные потоки, определяя приведенные затраты на покупку оборудования.

*Вариант покупки.* В табл. 3.5 содержатся данные о денежных потоках компании «Альфа» в том случае, если она использует собственные средства для покупки необходимого оборудования. Чистый денежный поток (*Net Cash Flow, NCF*) ежегодно определяется как арифметическая сумма денежных потоков фирмы за год.

Таблица 3.5

**Денежные потоки при покупке оборудования**

(руб.)

Статья	01.01.06	31.12.06	31.12.07	31.12.08	31.12.09	31.12.10
Цена покупки	-100 000					
Затраты на обслуживание		-2000	-2000	-2000	-2000	-2000
Налоговая экономия на обслуживании		+480	+480	+480	+480	+480
Налоговая экономия на амортизации		+4800	+4800	+4800	+4800	+4800
Чистый денежный поток ( <i>NCF</i> )	-100 000	+3280	+3280	+3280	+3280	+3280
Дисконтированные затраты ( <i>NPVC</i> )	-89 971					

<sup>1</sup> В соответствии с Налоговым кодексом РФ затраты по оплате процентов кредитным учреждениям включаются в себестоимость при исчислении налога на прибыль в размере, не превышающем ставки рефинансирования, увеличенной на 3 процентных пункта.

Расчет  $NPVC$  в случае приобретения имущества в собственность выглядит следующим образом:

$$NPVC = -100000 + \frac{3280}{1+0,19} + \frac{3280}{(1+0,19)^2} + \frac{3280}{(1+0,19)^3} + \frac{3280}{(1+0,19)^4} + \frac{3280}{(1+0,19)^5} = -89971 \text{ руб.}$$

*Варианты лизинга.* Рассмотрим два варианта, связанных с лизингом имущества (см. рис. 3.9). Если компания приобретает оборудование на условиях лизинга, ежегодно 31 декабря она осуществляет платежи в размере 36 903 руб. (без НДС).

Вначале проанализируем ситуацию, когда имущество, в соответствии с условиями договора, учитывается *на балансе лизингополучателя*. Компания включает амортизационные отчисления в себестоимость продукции, что дает ей, как было показано ранее, ежегодную налоговую экономию в размере 4800 руб.

Величина комиссионного вознаграждения и плата за техническое обслуживание имущества, списываемые на себестоимость продукции лизингополучателем, рассчитывались в предыдущем разделе. Порядок расчета налоговой экономии от списания этих сумм на себестоимость приведен в табл. 3.6.

Таблица 3.6

### Величина налоговой экономии лизингополучателя

(руб.)

	2006	2007	2008	2009
Комиссионное вознаграждение	22 000	19 019	15 443	11 151
Налоговая экономия (комиссия · 0,24)	5280	4564	3706	2676

В конце договора, т. е. по истечении 4 лет, лизингополучатель выкупает имущество по цене 20 000 руб. (без НДС) и в течение последнего срока службы самостоятельно несет расходы по технической эксплуатации имущества.

Денежные потоки у компании-лизингополучателя «Альфа» представлены в табл. 3.7. (Следует обратить внимание на то, что в случае лизинговой сделки показатель исходной инвестиции  $IC$  при расчете дисконтированных затрат равен нулю, поскольку не возникает единовременных расходов по приобретению имущества.)

Таблица 3.7

**Денежные потоки при лизинге оборудования**  
(имущество на балансе лизингополучателя)

(руб.)

Статья	31.12.06	31.12.07	31.12.08	31.12.09	31.12.10
Арендная плата	-36 903	-36 903	-36 903	-36 903	
Налоговая экономия на комиссии	+5280	+4564	+3706	+2676	
Налоговая экономия на амортизации	+4800	+4800	+4800	+4800	+4800
Затраты на обслуживание					-2000
Налоговая экономия на обслуживании					+480
Выкуп имущества				-20 000	
Чистый денежный поток (NCF)	-26 823	-27 539	-28 397	-49 427	+3280
Дисконтированные затраты (NPVC)	-82 111,9				

Расчет NPVC в данном случае выглядит следующим образом:

$$NPVC = -\frac{26823}{1+0,19} - \frac{27539}{(1+0,19)^2} - \frac{28397}{(1+0,19)^3} - \frac{49427}{(1+0,19)^4} + \frac{3280}{(1+0,19)^5} = -82\,111,9 \text{ руб.}$$

Теперь остается выбрать способ финансирования, который имеет наилучшее значение NPVC. Если компания «Альфа» принимает решение взять в лизинг оборудование на четыре года, а затем выкупить его по остаточной стоимости, то это обойдется ей дешевле, чем приобретение имущества в собственность. Чистый эффект от применения лизинга, т. е. разность дисконтированных затрат в случае покупки актива и его приобретения по лизингу, составляет почти 7859 руб. Это не абстрактная величина; акционеры компании действительно стали бы «беднее» на 7859 руб. в случае покупки оборудования, и это несмотря на то, что в течение четырех лет по лизинговому соглашению необходимо будет выплатить 167 613 руб. (без НДС), что фактически в 1,6 раза превышает стоимость оборудования на момент его приобретения.

Если условиями лизингового соглашения предусмотрен учет объекта лизинга на балансе лизингодателя, денежные потоки у компании «Альфа» состоят из полностью относимой на себестоимость арендной платы и рассчитываемой на ее основе налоговой экономии. Амортизационные отчисления проводятся балансодержателем имущества, в данном случае – лизинговой компанией, т. е. в анализе лизингополучателя соответствующий денежный поток не возникает. Денежные потоки для компании приведены в табл. 3.8.

Таблица 3.8

**Денежные потоки при лизинге оборудования**

(имущество на балансе лизингодателя)

(руб.)

Статья	31.12.06	31.12.07	31.12.08	31.12.09	31.12.10
Арендная плата	-36 903	-36 903	-36 903	-36 903	
Налоговая экономия на арендной плате	8857	8857	8857	8857	
Затраты на обслуживание					-2000
Налоговая экономия на обслуживании					480
Выкуп имущества				-20 000	
Налоговая экономия на амортизации					4800
Чистый денежный поток ( <i>NCF</i> )	-28 046	-28 046	-28046	-48 046	3280
Дисконтированные затраты ( <i>NPVC</i> )	-82 601				

Расчет *NPVC* для описанной ситуации выглядит следующим образом:

$$NPVC = -\frac{28046}{1+0,19} - \frac{28046}{(1+0,19)^2} - \frac{28046}{(1+0,19)^3} - \frac{48046}{(1+0,19)^4} + \frac{3280}{(1+0,19)^5} = -82\,601 \text{ руб.}$$

Эффект от применения лизинга составит 7370 руб. Таким образом, при данных условиях для компании «Альфа» лизинг имущества вне зависимости от выбора балансодержателя актива является более выгодным, чем его приобретение.

Необходимо подчеркнуть, что лизинг не всегда предпочтительней для предприятия. Если бы это было так, то никто не приобретал бы оборудование в собственность для расширения производственной деятельности. В данном случае лизинговая компания предложила компании «Альфа» довольно выгодные условия договора.

Справедливости ради следует отметить, что несмотря на очевидное преимущество лизинга в данном примере, для проведенного нами анализа характерна субъективность. Можно выделить по крайней мере два обстоятельства. Во-первых, мы условно полагали в примере, что компания «Альфа» и в случае покупки, и в случае лизинга оборудования будет применять по отношению к нему линейный метод начисления амортизации. Но компания в условиях лизинга в соответствии с отечественным законодательством имеет возможность применять нелинейные методы начисления амортизации. Во-вторых, если компания приобретет имущество в собственность, она имеет возможность



продать его или сдать в аренду в любой момент времени, что повлечет изменение денежных потоков.

Данный подход – сравнение дисконтированных затрат при анализе эффективности покупки-лизинга – не является единственно возможным. Этот анализ можно проводить, рассчитывая стоимость капитала по лизинговому договору и сравнивая ее со стоимостью банковского капитала (имеется в виду покупка имущества за счет банковского кредита). Если процентная ставка по лизинговому договору меньше ставки по кредиту, то лизинговая сделка представляется более предпочтительной для компании «Альфа», т. е. она обойдется для нее дешевле, чем привлечение кредита для покупки оборудования.

Рассматривая вопросы эффективности осуществления операций финансовой аренды (лизинга), следует упомянуть о существующей в последнее время в отечественной литературе крайности описывать лизинг как один из самых выгодных способов финансирования приобретения имущества, практически лишенный недостатков. На самом деле все доводы в отношении преимуществ лизинга, приводимые в специальной литературе, можно систематизировать следующим образом.

*Преимущества, связанные с рассрочкой платежа.* К ним можно отнести все преимущества, описывающие то обстоятельство, что лизингополучатель освобожден от необходимости оплачивать имущество сразу, что позволяет ему сохранить дополнительный объем оборотных средств. В принципе, подобное рассуждение возможно, но оно не является доминирующе важным, поскольку подключение промежуточного звена (лизинговой компании) в сделку по приобретению актива не может быть бесплатным, а потому наращивание оборотных средств сопровождается появлением дополнительного платного источника финансирования. Если выбор лизингового механизма для финансирования приобретения имущества обусловлен исключительно подобной аргументацией (не надо единовременно платить всю сумму), то с экономической точки зрения далеко не всегда условия лизинга более выгодны по сравнению с приобретением имущества за счет собственных средств. На самом деле причина, по которой лизингополучатель идет на сделку, носит отчасти вынужденный характер и заключается в том, что он попросту лишен возможности приобрести имущество, единовременно уплатив за него всю его цену, и потому вынужден соглашаться на далеко не самые оптимальные для себя условия лизинга. В частности, к сделкам подобного рода часто можно отнести покупку дорогостоящей недвижимости через лизинг.

*Преимущества, связанные с пополнением оборотных средств.* Данный аргумент справедлив прежде всего в отношении возвратного лизинга (фирма продает свое имущество лизинговой компании и сразу

же берет его в лизинг), когда целью сделки является не приобретение имущества для дальнейшего использования (оно уже используется в производственном процессе), а пополнение оборотных средств для осуществления инвестиций. Как правило, сделки возвратного лизинга применяются в отношении производственного оборудования, стабильно работающего и приносящего доход, величина которого будет превышать размер лизинговых платежей по указанному имуществу. Несложно понять, что ситуация с пополнением оборотных средств (в случае возвратного лизинга) имеет те же недостатки, что и описанные выше. Появление дополнительного объема оборотных средств подразумевает оплату соответствующего источника. Можно было бы добиться такого же результата и без лизинга; например, получив обычный кредит в банке.

*Преимущества, связанные с удобством эксплуатации лизингового имущества.* Этот довод в пользу лизинга наиболее ярко проявляется в контексте программ технической поддержки и эксплуатации лизингового имущества, предоставляемых лизингодателем либо поставщиком оборудования (на практике гораздо чаще имеет место именно последнее). Наиболее широко указанные сделки распространены при покупке компьютерного или телекоммуникационного оборудования, т. е. в таких отраслях, где чрезвычайно высоки темпы морального устаревания имущества. Заметим, что преимущества этого вида действительно выделяют лизинг, однако подобное характерно лишь для западной практики, когда лизинговые компании стремятся оказанием дополнительных услуг обеспечить привлекательность лизинговых схем. К сожалению, в нашей стране такие услуги отечественными лизинговыми компаниями, как правило, не предоставляются.

Отечественное законодательство добавило к перечисленным группам преимуществ еще и *возможность применения механизма ускоренной амортизации к предмету лизинга*. Коэффициент ускорения в соответствии с налоговым законодательством может достигать 3, что позволяет в 3 раза быстрее списать стоимость предмета лизинга на себестоимость с уменьшением налогооблагаемой базы<sup>1</sup>.

Применение максимального коэффициента ускорения к амортизационным отчислениям не всегда корректно с экономической точки зрения. На практике может сложиться ситуация, когда ускоренное

---

<sup>1</sup> В практике российских лизинговых компаний весьма широкое распространение получил лизинг легковых автомобилей. Дело в том, что применение коэффициента ускоренной амортизации при лизинге позволяет полностью списать стоимость дорогостоящего имущества в исключительно короткий период, при этом его потребительские качества практически не меняются. Появляется возможность злоупотребления амортизированным имуществом в плане его перепродажи, в том числе для личного потребления.

списание на себестоимость не желательно, поскольку приводит к неблагоприятным налоговым последствиям.

Смысл данного тезиса в следующем. Приобретенное по лизингу имущество в первые годы может функционировать не в полную силу. Как следствие, на начальной стадии эксплуатации имущества лизингополучатель имеет относительно невысокие доходы, в то время как амортизационные отчисления по данному имуществу максимальны. В результате определенной диспропорции финансовый результат лизингополучателя может существенно колебаться. В начале срока лизинга лизингополучатель признает в учете убыток, а в дальнейшем относительно высокую прибыль. Возможен и такой вариант развития ситуации, когда, получив оборудование по лизингу и списав ускоренно его стоимость на уменьшение налогооблагаемой прибыли, лизингополучатель реально начнет получать доход от использования объекта лизинговой сделки лишь после окончания срока лизингового договора. В связи с этим подходить к выбору амортизационной политики при лизинге (речь идет об установлении коэффициента ускорения) следует осторожно.

Описанные преимущества лизинга во многом характерны только для стран с развитой рыночной экономикой. В России лизинг до сих пор следует рассматривать не как самостоятельный вид инвестиционного процесса, а скорее как инструмент налогового планирования. Преимущество лизинга в России – возможность применения механизма ускоренной амортизации, что позволяет лизингополучателю даже с учетом комиссии лизингодателя оставаться в выигрыше за счет быстрого списания понесенных расходов на себестоимость (получение налогового кредита). В противном случае лизинг становится чрезвычайно дорогим и невыгодным, поскольку при прочих равных условиях лизинг всегда объективно дороже покупки за счет кредита. (При лизинге в состав расходов лизингополучателя добавляется сумма комиссии, которая, естественно, отсутствует при иных вариантах финансирования.) Иные преимущества лизинга, приводимые в специальной литературе, носят, как правило, теоретический характер, их применение на практике сопровождается значительными корректировками и не всегда оправданно. Например, ссылка на то, что компания не имеет возможности получить банковский кредит для покупки оборудования, но может взять его по лизингу, не совсем корректно. Хотя в роли заемщика выступает лизингодатель, возвратные платежи по кредиту он осуществляет из поступивших от лизингополучателя сумм. Ситуация может сложиться таким образом, что если лизингополучатель задерживает платежи лизингодателю, то цепочка лизингодатель–банк также нарушается, поэтому всестороннему анализу со стороны банка при рассмотрении кредитной заявки подлежат данные об имуществен-

ном и финансовом состояниях как лизингодателя, так и лизингополучателя. Следует особо подчеркнуть, что применение лизинга как инструмента налогового планирования возможно лишь при наличии у потенциального лизингополучателя прибыли, поскольку лизинг в налоговом планировании – это именно выигрыш на налоге на прибыль. В условиях спада и стагнации производства при наличии убытка лизинг для компании становится невыгодным, поскольку расходы лизингополучателя объективно выше за счет комиссии, а возможность получения налоговой экономии отсутствует. Применение лизинга в этом случае носит скорее конъюнктурный интерес и не опирается на экономическую эффективность сделки.

### 3.6.4. Коммерческая концессия

Коммерческая концессия (Concession), известная в западном законодательстве как *франчайзинг* (Franchising), представляет собой новый договорный институт, введенный Гражданским кодексом РФ (ст. 1027–1040). Суть его состоит в предоставлении компанией физическому или юридическому лицу за вознаграждение на срок или без указания срока права использовать в своей предпринимательской деятельности комплекс исключительных прав, принадлежащих этой компании как правообладателю. Выдаваемая лицензия (франшиза) может распространяться на производство или продажу товаров или услуг под фирменной маркой данной компании и (или) по ее технологии. В договоре коммерческой концессии может оговариваться период, на который выдана лицензия; территория, на которой будут производиться или реализовываться товары или услуги; форма платежа (разовый платеж, периодические отчисления, смешанная форма). Эта операция не является прямым финансированием предприятия, однако она обеспечивает косвенное финансирование, в частности, за счет сокращения расходов на разработку технологии производства, завоевания рынка и др. Поэтому к ней часто прибегают вновь появившиеся компании, пытающиеся утвердиться в данной сфере бизнеса и снизить риск потерь, который всегда сопровождает создание нового производства. Эта операция в известной степени выгодна и компании, предоставившей лицензию, поскольку происходит прямая или косвенная реклама этой компании, а также поступают платежи за пользование лицензией. В зависимости от условий контракта фирма, продающая свою лицензию, может дополнительно организовать обучение своих партнеров, руководство или консультирование их деятельности, рекламу, другие виды финансового, технологического и коммерческого содействия.

Одним из первых российских предпринимателей, решившихся применить схему коммерческой концессии, был В. Довгань, создавший в начале 1990-х гг. сеть пекарен «Дока-пицца» и «Дока-хлеб».

### 3.7. Балансовые модели управления источниками финансирования

Стратегия финансовой политики предприятия является узловым моментом в оценке допустимых, желаемых или прогнозируемых темпов наращивания его экономического потенциала. В определенной степени она может быть охарактеризована в ходе оценки пассива баланса. Баланс как отчетная форма может быть описан балансовыми уравнениями, отражающими взаимосвязь между активами ( $A$ ), собственным капиталом ( $E$ ) и задолженностью сторонним контрагентам ( $L$ ). Одно из представлений основного балансового уравнения имеет вид

$$A = E + L. \quad (3.9)$$

Левая часть уравнения отражает ресурсный потенциал предприятия (точнее, материальные и финансовые ресурсы) как материальную основу хозяйственной деятельности, правая часть – источники их образования. Желаемое или прогнозируемое увеличение ресурсного потенциала должно сопровождаться увеличением источников средств (с неизбежностью) и возможными изменениями в их соотношении. Поскольку модель (3.9) аддитивна, такая же взаимосвязь будет между приростными показателями:

$$\Delta A = \Delta E + \Delta L. \quad (3.10)$$

Изменение показателя  $E$  может осуществляться за счет двух факторов – изменения дивидендной политики (соотношение между выплачиваемыми дивидендами и реинвестируемой прибылью  $PR$ ) или увеличения акционерного капитала, т. е. модель (3.9) трансформируется следующим образом:

$$A = E + PR + L. \quad (3.11)$$

Таким образом, из модели (3.11) видно, что для финансирования своей деятельности предприятие может использовать три основных источника средств: увеличение уставного капитала (дополнительная эмиссия акций), результаты собственной финансово-хозяйственной деятельности (реинвестирование прибыли) и привлечение средств сторонних физических и юридических лиц (выпуск облигаций, получение банковских ссуд и т. п.).

Безусловно, второй источник является приоритетным. В этом случае вся заработанная прибыль, а также прибыль потенциальная принадлежит фактическим собственникам предприятия.

В случае привлечения первого и третьего источников частью прибыли придется пожертвовать. Практика крупных западных фирм показывает, что большинство из них крайне неохотно прибегают к вы-

пуску дополнительных акций как постоянной составной части своей финансовой политики. Они предпочитают рассчитывать на собственные возможности, т. е. на развитие предприятия, главным образом, за счет реинвестирования прибыли. Причин тому несколько.

Во-первых, дополнительная эмиссия акций является весьма дорогостоящим и протяженным во времени процессом. По оценке западных экспертов, расходы могут составлять 5–10% номинала общей суммы выпущенных ценных бумаг [Higgins, p. 118].

Во-вторых, эмиссия может сопровождаться спадом рыночной цены акций фирмы-эмитента. Исследование, проведенное американскими специалистами, показало, что для 80% фирм из сделанной в процессе обследования выборки дополнительная эмиссия акций сопровождалась падением их рыночной цены, причем совокупные потери были велики – до 30% общей цены акций, объявленных к выпуску [Higgins, p. 186].

В-третьих, многие топ-менеджеры и инвесторы весьма скептически относятся к адекватности рыночных оценок ценных бумаг; более того, говорят о возникновении некоего синдрома, выражаемого тезисом «рынок нас недооценивает». Проведенный американскими специалистами опрос топ-менеджеров 600 фирм в отношении объективности рыночных цен в отношении акций их фирм показал, что менее одной трети полагали, что текущие рыночные цены были корректными, т. е. адекватно отражали теоретическую стоимость акций, менее 2% считали свои акции переоцененными и более 60% были уверены в том, что их акции недооценены [Higgins, p. 119]. Подобное устойчивое мнение, естественно, не способствует активизации усилий по расширению объемов финансирования за счет дополнительных эмиссий акций.

Что касается соотношения между собственными и привлеченными источниками средств, то оно определяется национальными традициями в финансировании предприятий, отраслевой принадлежностью, размерами предприятия и др.

В настоящее время в экономически развитых странах все большее распространение получают формализованные модели управления финансами. Степень формализации находится в прямой зависимости от размеров предприятия: чем крупнее фирма, тем больше ее руководство может и должно использовать формализованные подходы в финансовой политике. Около 50% крупных фирм и около 18% мелких и средних фирм предпочитают ориентироваться на формализованные подходы в управлении финансовыми ресурсами.

Исходным элементом моделирования является построение прогнозной бухгалтерской отчетности (Pro Forma Accounts). Для этого применяются обычно два основных приема: прогнозирование отдельных статей отчетности исходя из динамики одного показателя, наибо-

лее полно характеризующего деятельность предприятия; прогнозирование отдельных статей отчетности исходя из индивидуальной их динамики и взаимосвязей между ними.

Наиболее общим показателем работы предприятия является объем реализованной продукции ( $S$ ), а по его увеличению можно судить о наращивании производственной деятельности. Исходя из известных взаимоотношений между показателями объема реализованной продукции и ресурсоотдачи, можно предположить, что многие статьи отчетности ведут себя пропорционально изменению  $S$ .

Введем некоторые допущения и дополнительные обозначения, необходимые для дальнейшего изложения материала:

$S$ – объем продаж произведенной продукции;

$PN$ – чистая прибыль отчетного периода (прибыль после выплаты налогов);

$PR$ – реинвестированная прибыль отчетного периода;

$ROE$  – рентабельность собственного капитала:  $ROE = \frac{PN}{E}$ ;

$k_r$ – коэффициент реинвестирования прибыли:  $k_r = \frac{PR}{PN}$ ;

$p$ – коэффициент рентабельности продукции:  $p = \frac{PN}{S}$ ;

$g$ – темп прироста реализованной продукции (желаемый или прогнозируемый);

$RO$ – ресурсоотдача (показывает, сколько рублей реализованной продукции приходится на один рубль средств, инвестированных в деятельность

предприятия):  $RO = \frac{S}{A}$ ;

$FD$ – коэффициент финансовой зависимости (показывает, сколько рублей капитала, авансированного в деятельность предприятия, приходится на один рубль собственного капитала):  $FD = \frac{A}{E} = 1 + \frac{L}{E}$ .

Если предположить, что темпы роста показателей  $A$  и  $S$  одинаковы (а такое предположение представляется довольно обоснованным, поскольку между ними доминирует прямая связь, хотя о характере ее можно дискутировать), то

$$\Delta A = Ag. \quad (3.12)$$

Выше отмечалось, что к увеличению уставного капитала целесообразно прибегать лишь в крайнем случае, когда предприятие работает исключительно успешно и имеет возможности и перспективы расширения своей деятельности, либо напротив, когда отсутствуют возможности финансирования масштабных проектов из других источников.

Поскольку эмиссия ценных бумаг – редкое событие, в дальнейшем мы будем основываться на балансовом уравнении (3.9), понимая под  $\Delta E$  изменение капитала за счет реинвестирования прибыли.

При заданных значениях показателей  $k_r$ ,  $p$ ,  $g$  приращение капитала за счет реинвестирования прибыли ( $\Delta E$ ) и величина дополнительных необходимых источников средств ( $EFN$ ) будут равны

$$\begin{aligned}\Delta E &= k_r p S(1 + g); \\ EFN &= \Delta A - \Delta PR = Ag - k_r p S(1 + g).\end{aligned}\quad (3.13)$$

Из последнего уравнения видно, что если предприятие не предполагает дополнительной эмиссии ценных бумаг или привлечения финансовых ресурсов от контрагентов, а намерено развивать свою деятельность лишь за счет собственных ресурсов, т. е.  $EFN = 0$ , то ориентиром в темпах развития производства может служить показатель  $g$ , определяемый либо на основе данных отчетного периода из уравнения (3.13), либо на основе анализа динамики показателей  $g$ , рассчитанных по этому же алгоритму в предыдущих периодах.

Возможны комбинации использования описанных источников средств. Так, если предприятие ориентируется на собственные ресурсы, то основной удельный вес в дополнительных источниках средств будет приходиться на реинвестируемую прибыль, а соотношение между источниками будет изменяться в сторону уменьшения средств, привлекаемых со стороны. Такая стратегия вряд ли оправдана, поэтому если предприятие имеет устоявшуюся структуру источников средств и считает ее для себя оптимальной, целесообразно ее поддерживать на том же уровне, т. е. с ростом собственных источников средств увеличивать в определенной пропорции и размер привлеченных средств. Такая стратегия будет означать неизменность коэффициента соотношения собственного и привлеченного капитала.

$$\frac{L}{E} = c = \text{const}, \text{ т. е. } \Delta L = c \Delta E. \quad (3.14)$$

Используя вышеприведенные формулы, получим

$$\begin{aligned}Ag &= \Delta E(1 + c); \\ 1 + c &= 1 + \frac{L}{E} = \frac{A}{E}; \\ Eg &= k_r p S(1 + g); \\ g &= \frac{k_r ROE}{1 - k_r ROE}.\end{aligned}\quad (3.15)$$

Из приведенной модели следует, что темпы наращивания экономического потенциала предприятия зависят от двух факторов – рента-



бельности собственного капитала и коэффициента реинвестирования прибыли. Поскольку показатель  $ROE$  в свою очередь зависит от следующих факторов:

$$ROE = \frac{PN}{E} = \frac{PN}{S} \frac{S}{A} \frac{A}{E} = pROFD,$$

то модель (3.15) может быть трансформирована следующим образом:

$$g = \frac{k_r PROFD}{1 - k_r PROFD}. \quad (3.16)$$

Модель (3.16) является жестко детерминированной факторной моделью, устанавливающей зависимость между темпом прироста экономического потенциала предприятия, выражающегося в наращивании объемов производства, и основными факторами, его определяющими. Эти факторы дают обобщенную и комплексную характеристику финансово-хозяйственной деятельности предприятия: производственную (ресурсоотдача), финансовую (структура источников средств), взаимоотношений владельцев и управленческого персонала (дивидендная политика), положение предприятия на рынке (рентабельность продукции).

Любое предприятие, устойчиво функционирующее в течение определенного периода, имеет сложившиеся значения выделенных факторов, а также тенденции их изменения. Если ориентироваться на их текущие значения, т. е. не менять сложившейся структуры активов, источников средств, использования прибыли, то темп прироста объемов производства предопределен (с известной степенью точности) и может быть рассчитан по формуле (3.16). Если же владельцы и руководство предприятия намерены наращивать свой потенциал более высокими темпами, они могут сделать это за счет изменения дивидендной политики (уменьшения доли чистой прибыли, выплачиваемой в виде дивидендов), финансовой политики (повышения доли привлеченных средств в общей сумме авансированного капитала), повышения оборачиваемости активов предприятия (роста ресурсоотдачи, в частности, за счет интенсификации производственной деятельности), увеличения рентабельности продукции за счет относительного сокращения издержек производства и обращения.

Рассмотрим реализацию счетных процедур описанных моделей на примере.

### Пример

Приведены данные о финансовом состоянии предприятия (млн руб.) в виде бухгалтерского баланса и отчета о прибылях и убытках.

### Отчет о прибылях и убытках

Выручка от реализации продукции	12,0
Затраты (75% выручки)	9,0
Налогооблагаемая прибыль	3,0
Налог (30%)	0,9
Чистая прибыль	2,1
Выплаченные дивиденды (40%)	0,84
Реинвестированная прибыль (60%)	1,26

### Баланс

Актив		Пассив	
Оборотные средства	13,0	Расчеты с кредиторами	6,5
Основные средства	8,0	Ссуды банка	4,0
		Акционерный капитал	3,0
		Нераспределенная прибыль	7,5
<i>Баланс</i>	21,0	<i>Баланс</i>	21,0

Рассмотреть аналитические сценарии развития предприятия.

### Решение

Различие в развитии может определяться желанием: (1) сохранить сложившуюся динамику, (2) увеличить темпы роста, (3) обеспечить опередленную загрузку производственных мощностей.

**Сценарий 1.** Расчет допустимых темпов роста при условии сохранения сложившихся пропорций финансовых показателей.

Прежде всего рассчитаем значения аналитических коэффициентов:  $k_r = 0,6$ ;  $p = 17,5\%$ ;  $RO = 0,57$ ;  $FD = 2$ ;  $ROE = 20\%$ .

Из формулы (21.19)  $g = 13,6\%$ .

Таким образом, предприятие может наращивать объемы производства и свой экономический потенциал из расчета 13,6% в год, не привлекая дополнительных источников средств.

**Сценарий 2.** Ставится вопрос об увеличении объемов производства на 20% при условии, что ресурсы предприятия используются полностью (на 100%).

При данных условиях прогнозная бухгалтерская отчетность будет иметь следующий вид.

### Прогнозный отчет о прибылях и убытках (млн руб.)

Выручка от реализации продукции	14,4
Затраты (75% выручки)	10,8
Налогооблагаемая прибыль	3,6
Налог (30%)	1,1

Окончание табл.

Чистая прибыль	2,5
Выплаченные дивиденды (40%)	1,0
Реинвестированная прибыль (60%)	1,5

**Прогнозный баланс (млн руб.)**

Актив			Пассив		
Статья	Прогноз	Отклонение	Статья	Прогноз	Отклонение
Оборотные средства	15,6	2,6	Кредиторская задолженность	7,8	1,3
Основные средства	9,6	1,6	Ссуды банка	4,0	0
			Акционерный капитал	3,0	0
			Нераспределенная прибыль	9,0	1,5
			Итого	23,8	2,8
			<i>EFN</i>	1,4	1,4
<i>Баланс</i>	25,2	4,2	<i>Баланс</i>	25,2	4,2

## Примечания:

1. Кредиторская задолженность увеличена пропорционально изменению оборотных активов.

2. Нераспределенная прибыль увеличена за счет реинвестированной прибыли.

3. Значение *EFN* рассчитано как разность прогнозной величины активов и величины источников средств, имевшихся на начало расчета либо откорректированных на темп роста активов.

Для обеспечения заданного темпа роста объемов производства предприятию необходимо изыскать внешние источники средств (например, ссуды банка или дополнительную эмиссию акций) в размере 1,4 млн руб.

**Сценарий 3.** Предположим, что материально-техническая база предприятия используется: (а) на 75%, (б) на 90%. Нужны ли и в каком размере дополнительные источники средств для обеспечения 20%-ного прироста объемов производства?

(а) Основные средства предприятия рассчитаны на объем производства 16 млн руб. (12 млн руб.: 0,75), что превышает исходный объем на 33,3%. Таким образом, для обеспечения 20%-ного прироста не требуется дополнительных капитальных вложений в основные средства, т. е. величину показателя *EFN* необходимо уменьшить на прогнозную величину дополнительных вложений в основные средства (1,6 млн руб.). Поскольку  $EFN = 1,4 < 1,6$ , то дополнительных источников средств вообще не требуется. Более того, имеется небольшой резерв собственных средств.

(б) Основные средства в этом случае рассчитаны на объем производства 13,3 млн руб., а фондоотдача при их оптимальной загрузке должна была бы составить 1,66 руб./руб. При такой фондоотдаче для производства 14,4 млн руб. требуется основных средств на сумму 8,56 млн руб. (14,4 млн руб.: 1,66). Следовательно, величину показателя *EFN* необходимо уменьшить на 1,04 млн руб. (1,6 – 0,56), т. е. прогнозируемая величина дополнительных источников средств в этом случае составит 0,36 млн руб.

Отметим, что ситуация довольно типичная и может быть распространена на ситуацию, когда для расширения производственной деятельности не требуется пропорционального увеличения материально-технической базы; например, не требуется дополнительных капитальных вложений в строительство новых производственных площадей.

### **Материалы для самостоятельной работы**

**Дайте определение следующим ключевым понятиям:** самофинансирование, долговое и доленое финансирование, инвестиционный банк, капитал, активный и пассивный капитал, собственный и заемный капитал, уставный капитал, резервный капитал, акция, гибридная ценная бумага, эмиссия, сигнальный эффект, облигационный заем, лизинг, аренда, целевая структура капитала, стоимость источника, резервный заемный потенциал.

### **Вопросы для обсуждения**

1. Дайте характеристику способов финансирования деятельности предприятия. В чем их достоинства и недостатки? Можно ли их ранжировать?
2. В чем разница между долевым и долговым финансированием предприятия? Какой способ более предпочтителен? Можно ли ограничиться одним из этих способов?
3. В чем суть финансовой пирамиды?
4. Существуют ли различия в финансировании предприятий в условиях директивной экономики и рыночной экономики?
5. Что такое капитал? Какие подходы к определению этой категории вы знаете?
6. В чем суть концепций физического капитала и финансового капитала?
7. Как соотносятся между собой капитал и чистые активы?
8. Как оценивается величина капитала?
9. В чем принципиальное различие между собственным и заемным капиталом?
10. Есть ли различие между терминами «уставный капитал» и «акционерный капитал»?
11. Опишите особенности управления уставным капиталом.
12. Имеет ли резервный капитал материально-вещественную форму?
13. Какие права имеет акционер?

14. Какие привилегии имеются в виду, когда речь идет о привилегированных акциях?
15. Как формируются добавочный и резервный капитал? Отражается ли формирование каждого из них на структуре бухгалтерского баланса; если да, то как?
16. Дайте сравнительную характеристику достоинств и недостатков эмиссии акций и облигаций.
17. Есть ли различия между терминами «аренда» и «лизинг»? Какие виды лизинга вы знаете?
18. Каковы преимущества лизинговых операций с позиции участников лизинговой сделки?
19. На чем баланс – лизингодателя или лизингополучателя – предпочтительнее отражать объект лизинговой сделки? Приведите аргументы.
20. Каковы преимущества и недостатки отдельных видов краткосрочного финансирования деятельности предприятия?
21. Какие стратегии финансирования оборотных активов вы знаете? Какая из них представляется вам более предпочтительной и почему?
22. В чем смысл балансовых моделей управления источниками финансирования?

## **Глава 4**

# **СТОИМОСТЬ И СТРУКТУРА ИСТОЧНИКОВ ФИНАНСИРОВАНИЯ**

После изучения этой главы вы сможете получить представление:

- о платности источников финансирования;
- алгоритмах расчета стоимости основных источников капитала;
- средневзвешенной стоимости капитала и ее роли в решениях инвестиционного характера;
- целевой структуре источников финансирования;
- подходах к оценке стоимости фирмы;
- специфике оценки стоимости краткосрочных источников финансирования.

### **4.1. Стоимость капитала: понятие и сущность**

Деятельность коммерческой организации зависит от многих факторов, в том числе материального характера. Выделяют три основных фактора производства: капитал, природные ресурсы, включая землю, и трудовые ресурсы. По своей сути они являются производственными ресурсами; следовательно, их использование в производстве связано с затратами, которые надо понести для привлечения данного ресурса (дивиденды, проценты, заработная плата). Сравнительная значимость этих ресурсов может быть оценена по-разному, в частности, в зависимости от того, с чьей позиции проводится эта оценка – государства, самой компании, ее владельцев и др. Как уже неоднократно подчеркивалось, с позиции компании доминирующую роль играют финансовые ресурсы, и потому вполне естественно, что в финансовом менеджменте особое место занимает раздел, посвященный оценке источников их образования, возможностям и способам мобилизации, возникающим в связи с этим финансовым расходам.

Любой хозяйствующий субъект нуждается в источниках средств для того, чтобы финансировать свою деятельность с позиции перспектив и в плане текущих операций. В зависимости от длительности существования в данной конкретной форме активы компании, равно как и источники средств, можно подразделить на кратко- и долгосрочные. Привлечение того или иного источника финансирования связано для компании с определенными, как правило, имеющими периодический характер затратами: акционерам надо выплачивать дивиденды, банкам – проценты за предоставленные ими ссуды, инвесторам – проценты за сделанные ими инвестиции и др. Иными словами, источник средств чаще всего не бесплатен, потому к нему применимо понятие «стоимость источника».

Под *стоимостью источника финансирования* (Cost of a Source of Financing) понимают сумму средств, которую надо регулярно платить за использование определенного объема привлекаемых финансовых ресурсов, выраженную в процентах к этому объему, т. е. представленную в виде годовой процентной ставки. В данном случае речь идет не о возврате долга серией платежей, а о своеобразной арендной плате за пользование средствами. Годовая процентная ставка, выражающая размер регулярной платы, может служить неким ориентиром в определении стоимости источника. Поскольку затраты, связанные с выплатой процентов, по-разному трактуются налоговыми регулятивами, оказывается, что привлечение одного и того же объема средств, но из разных источников может обходиться фирме (финансовому реципиенту) более или менее дешево. Так, выразителями стоимости капитала, в приложении к акционерному капиталу и банковскому кредиту, являются соответственно уровень дивидендов (в процентах) и уплачиваемая процентная ставка. Поскольку в большинстве стран процентные расходы по заемным средствам разрешено списывать на текущие затраты, т. е. уменьшать налогооблагаемую прибыль, а дивиденды выплачиваются из чистой прибыли, т. е. прибыли после налогообложения, видно, что источник «Акционерный капитал» является относительно более дорогим по сравнению с источником «Банковский кредит». В идеале оборотные активы финансируются за счет краткосрочных, а средства длительного пользования – за счет долгосрочных источников средств. Ниже будет показано, что стоимость источников варьирует, а потому путем построения некоторой целевой финансовой структуры удастся оптимизировать сумму расходов по привлечению средств.

Обсуждаемое понятие используется прежде всего в приложении к капиталу, а смысл его в следующем. Если в случае с краткосрочными источниками получатель средств еще может рассчитывать на бесплатность, то любой долгосрочный источник финансирования уж наверняка не является бесплатным: кредитор (финансовый донор), предоставляя свои средства, предполагает не только вернуть их в полном объеме, но и получать по ним регулярный доход предусмотренного размера (иначе нет смысла отдавать свой капитал в длительное пользование). Причем плата за привлечение долгосрочного источника финансирования должна осуществляться в течение длительного времени. Мобилизуя капитал, его получатель надолго связывает себя с определенными расходами, которые надо будет нести независимо от того, успешно ли используется им привлеченный капитал.

Итак, возникает весьма важное, с позиции стратегии развития фирмы, понятие – *стоимость капитала* (Cost of Capital) как уровень тех регулярных затрат, которые фирма вынуждена осознанно нести

в долгосрочном аспекте. Следует обратить особое внимание на терминологические особенности: обсуждаемый термин является самостоятельным, поскольку термины «стоимость» и «капитал», рассматриваемые отдельно, имеют абсолютно иную интерпретацию, в частности, с позиции количественной меры. *Стоимость капитала* – это *процентная ставка*. Поэтому надо быть весьма аккуратным при использовании этим термином; в частности, если речь идет о стоимостных (денежных) величинах, целесообразно пользоваться терминами «оценка капитала», «величина капитала», «капитал».

Как отмечалось выше, терминология по многим разделам рыночной экономики в отечественной литературе еще не устоялась. В частности, можно встретиться с другим названием рассматриваемого понятия, а именно цена капитала; иногда предлагается термин «ценность капитала». Все без исключения упомянутые названия условны и не лишены недостатков, поскольку правильнее, вероятно, было бы говорить о себестоимости капитала. Отдавая предпочтение термину «стоимость капитала», мы исходили из следующих аргументов.

Прежде всего наименование данного показателя должно отражать его затратную природу, поскольку это вынужденные расходы (фактические или потенциальные). Термин «ценность» в значительной степени имеет оттенок не затратности, а доходности, поэтому вряд ли целесообразен здесь к использованию. Что касается выбора между терминами «цена» и «стоимость», то, вероятно, более предпочтителен второй из них, в частности по той причине, что на любом рынке в конкретный момент времени цена некоторого объекта (оцениваемого или торгуемого) всегда декларирована и однозначна, тогда как его стоимость (теоретическая) в известном смысле неопределенна и многозначна (каждый участник рынка имеет свое суждение о стоимости).

Действительно, в отношении любого источника затраты на его мобилизацию и поддержание переменны и стохастичны; в подавляющем большинстве случаев они могут быть оценены лишь условно, особенно если речь идет о совокупной оценке по отношению ко всем источникам. Что касается отдельных источников, то очевидно, что в зависимости от конъюнктуры рынка, успешности работы фирмы стоимость таких источников, как обыкновенные акции и нераспределенная прибыль, может ощутимо меняться, т. е. оценка относительных затрат многозначна и условна. В отношении других источников эта стохастичность менее очевидна, хотя и здесь она присутствует. Так, на момент получения банковского кредита нельзя точно предугадать процентную ставку, которую предложит банк, поскольку она может ощутимо варьировать в зависимости от кредитоспособности заемщика, политики банка и т. п. Прогнозные затраты на организацию и поддержание облигационного займа стохастичны по тем же причинам. Наконец,



для финансового менеджера показатель относительных затрат на поддержание конкретного источника или структуры капитала имеет гораздо большее значение с позиции априорных оценок, нежели с позиции апостериорных оценок. Безусловно, сложившиеся затраты на поддержание источников имеют определенную познавательную значимость, однако главное назначение подобной оценки – быть основой для расчета предельной (маржинальной) их величины с позиции перспектив развития компании. Наконец, очевиден факт, что если двум аналитикам предложить оценить средневзвешенную стоимость капитала (фактическую или предельную) одной и той же фирмы, то с вероятностью, близкой к единице, можно утверждать, что их оценки будут разными. Все эти аргументы подтверждают целесообразность использования термина «стоимость капитала» как показателя расчетного, многозначного, субъективного, в известной степени стохастического<sup>1</sup>.

Как уже отмечалось выше, существуют разные интерпретации понятия «капитал». В этой главе под капиталом мы будем иметь в виду долгосрочные источники средств; именно в отношении этих источников и будут изложены алгоритмы расчета.

Концепция стоимости капитала является одной из базовых в теории капитала. Она не сводится только к исчислению относительной величины денежных выплат, которые надо перечислить владельцам, предоставившим финансовые ресурсы, но также характеризует тот уровень рентабельности (доходности) инвестированного капитала, который должно обеспечивать предприятие, чтобы не уменьшить свою рыночную стоимость.

Следует отличать понятие «стоимость капитала фирмы» от понятий типа «оценка капитала», «стоимость фирмы». В первом случае речь идет о некоторой специфической характеристике *источника* средств. Стоимость капитала количественно выражается в сложившихся в компании относительных годовых расходах по обслужива-

---

<sup>1</sup> Приведенные рассуждения, естественно, не являются абсолютными, а потому оба понятия – «стоимость капитала» и «цена капитала» – имеют право на существование. В принципе, можно попытаться провести различие между этими терминами в случае одновременного их использования. Например, один из возможных вариантов рассуждений может быть таким.

Понятие «стоимость капитала» следует применять тогда, когда речь идет о будущем, о планируемом; в этом случае возникает элемент неопределенности, неоднозначности, множественности оценки возможных регулярных относительных затрат на поддержание мобилизуемого источника. В том случае, когда источник уже привлечен и величина регулярных относительных затрат определена, вполне допустим термин «цена капитала» как характеристика того, во что реально обошелся и обходится данный источник. Однако, повторим, приведенное рассуждение весьма относительно и субъективно.

нию задолженности перед собственниками и инвесторами, т. е. это *относительный показатель, измеряемый в процентах*. Естественно, что подобная характеристика может даваться в отношении как отдельного источника, так и их совокупности; здесь появляется понятие средней стоимости капитала. Во втором случае речь идет об *абсолютных, стоимостных показателях*, например величине собственного капитала в той или иной оценке (балансовой, рыночной), величине привлеченных средств, совокупной стоимостной оценке фирмы.

Более подробно сущность этих понятий будет рассмотрена в конце главы, тем не менее необходимо сразу же отметить, что они взаимосвязаны не только качественно, но и количественно. Так, если компания участвует в инвестиционном проекте, доходность которого меньше, чем свойственная ей стоимость капитала, то ее капитализированная стоимость по завершении этого проекта уменьшится. Таким образом, стоимость капитала является ключевым элементом теории и практики принятия решений инвестиционного характера.

Подробная характеристика источников средств и способов их изменения была приведена в гл. 1 и 3, а здесь мы рассмотрим лишь одну сторону управления ими – стоимость источника, причем речь будет идти, главным образом, об источниках средств, мобилизация и поддержание которых связаны с очевидными регулярными затратами. (Раньше упоминалось как о платности типового источника финансирования, так и о том, что некоторые источники возникают спонтанно и являются, в известном смысле, бесплатными.) Дело в том, что определение стоимости капитала не является самоцелью. Во-первых, этот показатель характеризует деятельность коммерческой организации с позиции долгосрочной перспективы. Так, стоимость собственного капитала коммерческой организации показывает ее привлекательность для потенциальных инвесторов, имеющих возможность стать ее совладельцами. Стоимость некоторых заемных источников характеризует возможности коммерческой организации по привлечению долгосрочного капитала. (Очевидно, что стоимость источника «Облигационный заем» может быть разной для разных компаний и это, естественно, сказывается на прибыли и доходности.) Во-вторых, средневзвешенная стоимость капитала фирмы является одним из ключевых показателей при составлении бюджета капиталовложений.

Любая компания обычно финансируется одновременно из нескольких источников. Поскольку стоимость каждого источника различна, стоимость капитала коммерческой организации находят по формуле средней арифметической взвешенной. Показатель исчисляется в процентах и, как правило, по годовым данным. Основная сложность заключается в исчислении стоимости единицы капитала, полученного из конкретного источника средств. Для некоторых источни-

ков ее можно вычислить легко (например, стоимость банковского кредита), для других источников это сделать довольно трудно, причем точное исчисление, в принципе, невозможно. Тем не менее даже приблизительное знание стоимости капитала коммерческой организации весьма полезно как для сравнительного анализа эффективности авансирования средств в его деятельность, так и для осуществления его собственной инвестиционной политики.

Необходимо отметить, что использование формулы средней арифметической взвешенной предполагает определенную сопоставимость слагаемых, в частности сопоставимость по методологии исчисления. И здесь возникает проблема: на какой базе – доналоговой или посленалоговой – следует выполнять расчеты. Не все источники средств в этом отношении равноправны. Так, дивиденды выплачиваются из чистой прибыли, т. е. стоимость источника «Собственный капитал» рассчитывается на посленалоговой базе. Напротив, проценты к уплате за пользование привлеченным капиталом списывают на себестоимость, поэтому отнесение суммы уплаченных процентов к величине привлеченных средств в этом случае дает показатель, рассчитанный на доналоговой базе. Следовательно, включение этих показателей в формулу средней арифметической взвешенной не является методологически правомерным.

Чтобы нагляднее представить себе данное противоречие, рассмотрим ситуацию, когда компании необходимо привлечь дополнительно 100 тыс. долл. Допустим, что она может это сделать либо дополнительной эмиссией акций, либо получив долгосрочный кредит в банке по ставке  $r_{bc}$ . В первом случае относительные расходы компании по поддержанию данного источника, т. е. его стоимость  $k_e$ , будут равны уровню дивидендов (в процентах) и потому исчислены на посленалоговой базе. Во втором случае относительный уровень расходов равен  $r_{bc}$ . Чтобы выбрать более выгодный вариант, необходимо сравнить значения относительных расходов по каждому источнику. Однако  $r_{bc}$  и  $k_e$  не сопоставимы. Поскольку ключевым моментом для оценки целесообразности того или иного решения финансового характера являются интересы собственников фирмы, именно с их позиции и ведется отсчет, т. е. в неоклассической теории финансов при исчислении стоимости капитала за основу принята посленалоговая стоимость, а алгоритм приведения показателей в сопоставимый вид прост. Поскольку проценты списываются на себестоимость, приведение к посленалоговой базе сводится к уменьшению величины годовых расходов по выплате процентов на сумму причитающегося с этой величины налога. Полученный показатель, взятый в процентах к основной сумме капитала (в годовом исчислении), и рассматривается в качестве стоимости капитала данного источника.

Таким образом, экономическая интерпретация показателя «стоимость капитала» очевидна. Он характеризует сумму, какую следует регулярно платить за привлечение единицы капитала из данного источника. Сделанное утверждение не следует понимать буквально. Более того, мы сталкиваемся с любопытной особенностью категории «стоимость капитала». Если в отношении обычного товара его стоимость в момент сделки представляет собой некоторую абсолютную оценку (покупатель платит, а продавец получает одну и ту же оговоренную сумму в виде цены данного товара), то в отношении некоторых источников средств правило равенства стоимости, с позиции продавца и покупателя, в определенном смысле нарушается. Так, получая кредит в банке, предприятие вынуждено платить оговоренный процент, который, с позиции кредитора, будет представлять собой цену, получаемую им за предоставленную услугу и выражающую собой стоимость этой услуги. Однако с позиции покупателя, т. е. получателя кредита, рассматривающего этот кредит в контексте нескольких возможных вариантов финансирования, реальная стоимость этого источника будет отличаться в сторону уменьшения от уплаченной цены, т. е. от номинальной стоимости. Это различие проистекает из-за влияния налогообложения прибыли. Логика рассуждений здесь очевидна. Поскольку затраты на оплату процентов по заемным средствам списываются на себестоимость продукции, уменьшая тем самым налогооблагаемую прибыль, этот источник будет относительно более дешевым по сравнению с тем случаем, если бы та же сумма была привлечена в виде дополнительного акционерного капитала. Ниже будет рассмотрен пример, иллюстрирующий это и другие приведенные выше рассуждения.

Финансовый менеджер должен знать стоимость капитала своей компании по многим причинам. Во-первых, стоимость собственного капитала представляет собой отдачу на вложенные инвесторами в деятельность компании ресурсы и может быть использована для определения рыночной оценки собственного капитала (например, с помощью модели Гордона) и прогнозирования возможного изменения цен на акции фирмы в зависимости от изменения ожидаемых значений прибыли и дивидендов. Во-вторых, стоимость заемных средств ассоциируется с уплачиваемыми процентами, поэтому надо уметь выбирать наилучший из нескольких вариантов привлечения капитала. В-третьих, максимизация рыночной стоимости фирмы, что является основной задачей, стоящей перед управленческим персоналом, достигается в результате действия ряда факторов, в частности за счет минимизации стоимости всех используемых источников. В-четвертых, стоимость капитала является одним из ключевых факторов при анализе инвестиционных проектов.

## 4.2. Стоимость основных источников капитала

Как видно из приведенной в предыдущей главе схемы (см. рис. 3.3), можно выделить пять основных источников капитала, стоимость которых необходимо знать для расчета средневзвешенной стоимости капитала фирмы, – банковские кредиты, облигационные займы, долевой капитал в виде привилегированных акций, долевой капитал в виде обыкновенных акций, реинвестированная прибыль (т. е. нераспределенная прибыль и прочие фонды собственных средств). Каждый из этих источников имеет разную стоимость, однако логика ее формирования одинакова и в наиболее общем виде может быть описана известной паутинообразной моделью равновесия спроса и предложения на финансовые ресурсы данного типа (рис. 4.1).

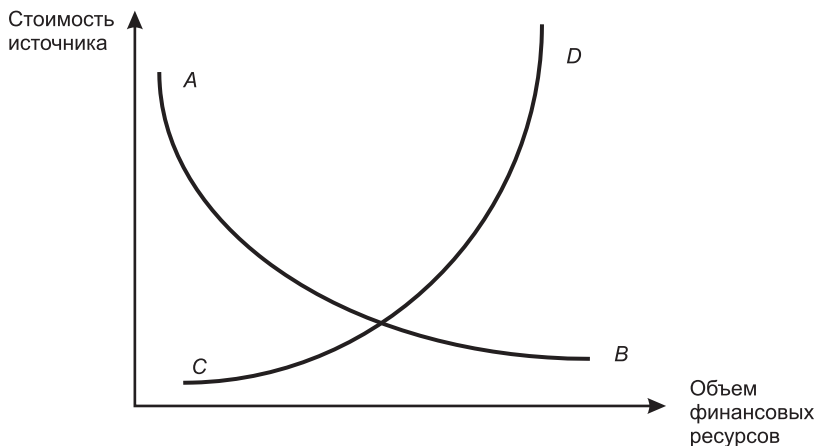


Рис. 4.1. Модель установления стоимости капитала

Приведенный график имеет наглядную интерпретацию. В условиях равновесного рынка капитала стоимость источника устанавливается стихийно в результате взаимодействия участников этого рынка. Кривая *AB* представляет собой кривую предложения на капитал данного типа: чем больше предложение, тем меньше цена, которую согласны платить потенциальные пользователи. Кривая *CD* – это кривая спроса; ее поведение противоположно изменению кривой предложения: чем больше спрос на финансовые ресурсы, тем больше цена, которую запрашивают за эти ресурсы их владельцы. Уровень стоимости капитала, соответствующий точке пересечения кривых, характеризует текущее оптимальное, с позиции рынка, ее значение, установившееся на рынке капитала в данный момент.

Рассмотрим логику расчета показателей стоимости упомянутых долгосрочных источников. Вновь напомним о ключевых посылах:

(а) рассуждения ведутся с позиции фирмы как самостоятельного субъекта экономических отношений; (б) для обеспечения сопоставимости сравниваемые показатели рассматриваются на посленалоговой основе; (в) приводимые ниже алгоритмы рассматриваются в контексте нормально функционирующей, усредненной рыночной экономики. Если экономика, например, является высокоинфляционной или в ней существенную роль играют вне рыночные механизмы, инструменты и ограничения (в частности, в области налогообложения), то понятие стоимости источника будет искажено и не может рассчитываться по приводимым формулам.

#### 4.2.1. Стоимость источников заемного капитала

Основными элементами заемного капитала являются банковские кредиты и выпущенные фирмой облигации. Стоимость первого элемента должна рассматриваться с учетом налога на прибыль. Согласно нормативным документам (имеются в виду бухгалтерские, но не налоговые регулятивы) проценты за пользование ссудами банка включаются в себестоимость продукции. Поэтому стоимость единицы такого источника средств ( $k_{bc}^a$ ) меньше, чем уплачиваемый банку процент.

$$k_{bc}^a = r_{bc}(1 - r_t), \quad (4.1)$$

где  $r_{bc}$  – процентная ставка по кредиту;  
 $r_t$  – ставка налога на прибыль.

В случае с облигационными займами возникает некоторая специфика. Во-первых, далеко не каждая компания может выпустить облигации и разместить их на открытом рынке – как по формальным ограничениям, так и из опасения, что облигации не будут востребованы. Во-вторых, стоимость этого источника гораздо более стохастична, чем стоимость банковского кредита. Одна из причин стохастичности заключается в том, что потенциальные возможности банка и рядового облигационера (Bondholder) по защите своих интересов в случае осложнения отношений с заемщиком существенно различаются. Этот повышенный риск должен компенсироваться более высокой ставкой, которая к тому же варьирует в зависимости от репутации эмитента (потому и существует рейтингование облигаций). Безусловно, разные компании могут получать кредиты в банках на разных условиях, тем не менее вариация процентных ставок в целом известна и предсказуема. Что же касается ожидаемой и фактической стоимости капитала облигационного займа, то здесь картина может быть совершенно непредсказуемой. В-третьих, поскольку размещение облигационного займа, как правило, осуществляется с привлечением посредников (банкирских домов, брокерских и финансовых компаний и др.), то стоимость

этого источника зависит от дополнительного параметра, который необходимо учитывать, – затраты на размещение.

Согласно ст. 265 Налогового кодекса РФ расходы в виде процентов по долговым обязательствам любого вида, в том числе процентов, начисленных по ценным бумагам и иным обязательствам, выпущенным (эмитированным) налогоплательщиком, с учетом особенностей<sup>1</sup>, предусмотренных законодательством, относятся к внереализационным расходам, т. е. уменьшают налогооблагаемую прибыль.

Таким образом, стоимость источника «Облигационный заем» на посленалоговой основе приблизительно равна величине уплачиваемого процента с учетом ставки налогообложения.

$$k_d^a = k_{cr} (1 - r_t), \quad (4.2)$$

где  $k_{cr}$  – купонная ставка по облигации;  
 $r_t$  – ставка налога на прибыль.

Для планируемого выпуска облигационного займа при расчете стоимости источника рекомендуется учитывать влияние возможной разницы между ценой реализации облигаций и их нарицательной стоимостью. (Первая нередко может быть ниже, в частности, за счет расходов по выпуску облигаций и продажи их на условиях дисконта.) При этом можно действовать двумя способами, применяя соответственно либо формулу (2.18), либо формулу (2.19). (В данном случае показатель  $УТМ$ , исчисленный по соответствующим формулам, будет отражать уровень доходности для держателя облигации и одновременно уровень регулярных затрат для эмитента.) Формула (2.18) дает более точный результат по сравнению с формулой (2.19), однако расхождение не существенно.

Аналог формулы (2.19) для определения стоимости источника «Облигационный заем» будет иметь вид

$$k_d = \frac{Mk_{cr} + \frac{M - NP_b}{n}}{\frac{M + NP_b}{2}}, \quad (4.3)$$

где  $k_{cr}$  – купонная ставка по облигации (в долях единицы);  
 $M$  – нарицательная стоимость облигации (или величина займа);  
 $NP_b$  – чистая выручка от размещения одной облигации (или всего займа);  
 $n$  – срок займа (количество лет).

<sup>1</sup> Эти особенности сформулированы в ст. 269 Налогового кодекса РФ и включают, в частности, условие о недопустимости существенного отклонения (т. е. более чем на 20%) размера начисленных процентов от среднего уровня процентов, начисленных по аналогичным долговым обязательствам, выданным в том же квартале на сопоставимых условиях.

Итак, последовательность действий такова.

1. Более точный вариант. По формуле (2.18) находится показатель  $k_d = УТМ$  (в левой части формулы указывается чистая выручка от продажи облигации, которая может быть меньше номинала облигации за счет расходов по размещению), который корректируется на эффект налогообложения по формуле (4.2), т. е. умножением на  $(1 - r_t)$ .
2. Приблизительный вариант. По формуле (4.3) находится стоимость источника на доналоговой базе и затем с помощью формулы (4.2) приводится к посленалоговой базе.

В развитых рыночных экономиках затраты на размещение облигационного займа обычно составляют около 1% выпуска<sup>1</sup>, поэтому их величиной можно пренебречь. Стоимость источника «Облигационный заем» на доналоговой основе будет совпадать с купонной ставкой, а на посленалоговой основе рассчитывается по формуле (4.2).

Строго говоря, эффект налоговой ставки, снижающий стоимость источника «Облигационный заем», должен применяться лишь к купонным выплатам, а потому самым правильным, с позиции методологии расчета, является использование следующей формулы (в условиях предыдущих обозначений):

$$NP_b = \sum_{j=1}^n \frac{C(1-r_t)}{(1+r)^j} + \frac{M}{(1+r)^n}, \quad (4.4)$$

где  $C$  – купонный доход.

Разрешая (4.4) относительно  $r$ , найдем искомую стоимость источника «Облигационный заем»  $k_d^a = r$ , исчисленную на посленалоговой базе. Заметим, что формула (4.4) применима к облигациям и с годовым, и с полугодовым начислением процентов. В первом случае сразу находится значение стоимости капитала, а во втором случае полученное из формулы значение надо умножить на 2.

### Пример

Фирма планирует выпустить облигации нарицательной стоимостью 1000 руб. со сроком погашения 20 лет и ставкой процента 9%. Расходы по реализации облигаций составят в среднем 3% нарицательной стоимости. Для повышения привлекательности облигаций они продаются на условиях дисконта 2% нарицательной стоимости. Налог на прибыль и прочие обязательные отчисления от прибыли составляют 24%. Требуется рассчитать стоимость этого источника средств.

<sup>1</sup> См.: [Бригхем, Гапенски, т. 1, с. 166].



**Решение**

По формуле (4.3) находим значение стоимости источника на после-налоговой основе.

$$k_d^a = \frac{1000 \cdot 0,09 + 1000 \cdot \frac{0,02 + 0,03}{20}}{1000 \cdot \frac{1 + 0,95}{2}} \cdot (1 - 0,24) = 0,0721, \text{ или } 7,21\%.$$

**4.2.2. Стоимость источников собственного капитала**

С позиции расчета стоимости капитала целесообразно выделять три представления источников собственного капитала<sup>1</sup> (см. рис. 3.3): долевой капитал в виде привилегированных акций, долевой капитал в виде обыкновенных акций, реинвестированную прибыль. Первое представление источника олицетворяет держателей привилегированных акций, два других – держателей обыкновенных акций. Если исходить из структуры раздела «Капитал и резервы» бухгалтерского баланса, который выражает интерес собственников, то видно, что третий из упомянутых источников в агрегированной форме объемлет все представленные в этом разделе источники собственных средств, за исключением уставного капитала. Конечно, в этом есть определенная условность, поскольку, например, источники «Нераспределенная прибыль» и «Безвозмездно полученные средства» имеют не только разную природу и способ формирования, но и разную стоимость капитала, однако чаще всего доля источников типа последнего довольно мала, поэтому различиями можно пренебречь<sup>2</sup>. Причина подразделения уставного капитала на два элемента состоит в том, что привилегированные акции во многих научных работах не без основания рассматриваются как некий гибрид, сочетающий свойства обыкновенных акций и заемного капитала. Тем не менее принципиальных различий в оценке стоимости капитала источников «Долевой капитал в виде обыкновенных акций» и «Долевой капитал в виде привилегированных акций» нет.

<sup>1</sup> Вновь обращаем внимание читателя на специфику понятия «собственный капитал». Это всего лишь условный термин, означающий долю собственников в общей сумме источников финансирования или, что то же самое, в общей сумме активов фирмы (подробнее см. разд. «Капитал собственников»).

<sup>2</sup> Несложно понять, что получение активов на безвозмездной основе, отражаемое в пассиве баланса по статье «Добавочный капитал», означает бесплатность источника. То же самое можно говорить о приросте источников как результате переоценки. Выше упоминалось о том, что в балансах отечественных предприятий величина статьи «Добавочный капитал» может быть весьма существенной именно из-за переоценок. Таким образом, источник «Реинвестированная прибыль» исключительно разнороден по своей сути, а потому суждения относительно его стоимости весьма условны.

Акционеры в обмен на предоставление своих средств коммерческой организации рассчитывают на получение доходов, в общем случае состоящих из двух частей – дивидендов и доходов от капитализации. Их доход численно будет равен затратам организации по обеспечению данного источника средств. Поэтому, с позиции коммерческой организации, стоимость такого источника приблизительно равна уровню дивидендов, выплачиваемых акционерам. В неявном виде подразумевается следующий посыл: акционеры полагают экономически оправданным инвестирование в деятельность данной фирмы, их устраивает уровень ожидаемой доходности, они не планируют изымать свой капитал из фирмы, а потому, исходя из концепции временной неограниченности функционирования хозяйствующего субъекта, ожидаемый денежный поток представляет собой поток дивидендов как бессрочный аннуитет постнумерандо.

**Стоимость источника «Долевой капитал в виде привилегированных акций».** Поскольку по привилегированным акциям выплачивается фиксированный процент от номинала, т. е. известна величина дивиденда, то стоимость данного источника средств ( $k_{ps}$ ) в условиях равновесного рынка рассчитывается по формуле (4.5) (подробнее см. раздел 20.1.5 в работе [Ковалев, 2006(а)])

$$k_{ps} = \frac{D_{ps}}{P_m}, \quad (4.5)$$

где  $D_{ps}$  – ожидаемый дивиденд;  
 $P_m$  – рыночная цена акции на момент оценки.

Приведенная оценка может исказиться в случае, если было несколько выпусков акций, в ходе которых они продавались по разной цене. Тогда можно воспользоваться формулой средней арифметической взвешенной. Если предприятие планирует увеличить свой капитал за счет дополнительного выпуска привилегированных акций, то стоимость этого источника средств может быть рассчитана по формуле (4.6), предусматривающей поправку на величину расходов по организации выпуска, как это упоминалось выше в случае с облигациями

$$k_{ps} = \frac{D_{ps}}{NP_{ps}}, \quad (4.6)$$

где  $NP_{ps}$  – прогнозная чистая выручка от продажи акции (без затрат на размещение).

**Стоимость источника «Долевой капитал в виде обыкновенных акций».** Размер дивидендов по обыкновенным акциям заранее не определен и зависит от эффективности работы коммерческой организации. Поэтому стоимость данного источника средств ( $k_{cs}$ ) можно рас-

считать с гораздо большей условностью. Существуют разные методы оценки, из которых наибольшее распространение получили описанные выше модель Гордона и модель САРМ.

Применение модели Гордона сводится к использованию формулы

$$k_{cs} = \frac{D_1}{P_0} + g, \quad (4.7)$$

где  $D_1$  – первый ожидаемый дивиденд;  
 $P_0$  – рыночная цена акции на момент оценки;  
 $g$  – заявленный темп прироста дивиденда.

Такой алгоритм имеет ряд недостатков. Во-первых, он может быть реализован лишь для компаний, выплачивающих дивиденды. Во-вторых, показатель ожидаемой доходности, которая является стоимостью капитала, с позиции компании, очень чувствителен к изменению коэффициента  $g$ . В-третьих, не учитывается фактор риска. В этом смысле модель САРМ считается гораздо более объективной; в ней учитывается в оперативном режиме влияние всех рыночных ожиданий, т. е. она менее субъективна, нежели модель Гордона.

**Стоимость источника «Долевой капитал в виде обыкновенных акций новой эмиссии».** В отношении обыкновенных акций определение стоимости капитала имеет особо важное значение, когда планируется выпуск новых акций. Это делается в основном в двух ситуациях:

- компания успешно развивается и ей не хватает реинвестируемой прибыли для обеспечения и расширения имеющихся инвестиционных программ, а также участия в новых программах;
- компании нужны средства для покрытия некоторых неотложных расходов стратегического характера и появления иных источников средств не предвидится.

Первая ситуация соответствует нормальному развитию событий и характерна для компаний, находящихся в стадии роста. Вторая ситуация вряд ли может трактоваться как нормальная, поскольку чаще всего новая эмиссия делается вынужденно.

В любом случае при оценке стоимости источника «Долевой капитал в виде обыкновенных акций новой эмиссии» ( $k_{ncs}$ ) используется модификация модели (4.7), учитывающая затраты на размещение акций.

$$k_{ncs} = \frac{D_1}{P_0 \cdot (1 - r_{fc})} + g, \quad (4.8)$$

где  $r_{fc}$  – уровень затрат на размещение акций в долях единицы.

Отмеченные недостатки снимаются, если применяется модель CAPM. Однако и этот подход может быть реализован лишь при определенных условиях. В частности, чтобы воспользоваться формулой (2.21), необходимо иметь информацию с рынка ценных бумаг: премию за риск, доходность в среднем на рынке,  $\beta$ -коэффициент.

Теоретически понятно, что стоимость обсуждаемого источника несколько выше, нежели стоимость источника «Долевой капитал в виде обыкновенных акций»; причина очевидна – это дополнительные расходы, связанные с эмиссией акций.

**Стоимость источника «Реинвестированная прибыль».** Реинвестируемая прибыль чаще всего является основным спонтанным источником пополнения средств компании. Причин тому несколько. Во-первых, эти средства мобилизуются максимально быстро и не требуют специального механизма, как в случае с эмиссией акций или облигаций<sup>1</sup>. Во-вторых, этот источник обходится дешевле других, поскольку не возникает эмиссионных расходов. В-третьих, он безопасен в смысле отсутствия эффекта негативного влияния информации о новой эмиссии, так называемого сигнального эффекта (Signaling Effect). Этот аргумент весьма существен. Так, когда в мае 1986 г. фирма «Emhart» объявила о своем намерении осуществить дополнительную эмиссию 2,75 млн акций на сумму 102 млн долл., рыночная стоимость акций в обращении немедленно упала на 23 млн долл. [The New Corporate Finance, p. 35].

Отложенная к выплате прибыль может иметь значительный удельный вес в общей сумме источников собственных средств. Стоимость этого источника может рассчитываться разными методами, а ее величина легко интерпретируется следующим образом. Полученная компанией прибыль после соответствующих отчислений подлежит распределению среди владельцев обыкновенных акций. Для того чтобы последние не возражали против реинвестирования прибыли, необходимо, чтобы ожидаемая отдача от такого реинвестирования была не меньше, чем отдача от альтернативных инвестиций той же степени риска. В противном случае владельцы обыкновенных акций предпочитают получить дивиденды и используют эти средства на рынке капитала. В некотором смысле реинвестирование прибыли равносильно приобретению ими новых акций своей фирмы. Таким образом, стоимость источника средств «Реинвестированная прибыль» ( $k_p$ ) примерно рав-

---

<sup>1</sup> Тезис о быстроте мобилизации данного источника не следует понимать буквально. Различают прибыль как источник средств и собственно денежные средства. Реинвестирование прибыли по сути означает плавное наращивание оборотных средств фирмы (обычно материальных активов и средств в расчетах). Если нужны денежные средства на некий проект, их постепенно аккумулируют на счетах фирмы.

на стоимости источника средств «Долевой капитал в виде обыкновенных акций» ( $k_{cs}$ ).

Заканчивая обсуждение стоимости отдельных долгосрочных источников финансирования, вновь обращаем внимание на относительность любых количественных оценок. В частности, приведенное выше утверждение о том, что значения показателей  $k_{rp}$  и  $k_{cs}$  примерно равны, могут быть оспорены следующим образом. Если предположить, что реинвестированная прибыль все же будет изъята собственниками, то фирма, испытывая недостаток финансирования, будет вынуждена искать дополнительные источники – это либо поставщики заемного капитала, либо фактические и потенциальные собственники (имеется в виду дополнительная эмиссия акций).

Как известно, в любой крупной фирме складывается определенное соотношение между собственным и заемным капиталом, а потому изъятие прибыли будет означать увеличение финансового левериджа, т. е. привлечение формально более дешевого заемного капитала в этом случае становится проблематичным; иными словами, речь должна идти именно о восполнении нехватки средств за счет дополнительной эмиссии. Наблюдается отчасти парадоксальная ситуация: с одной стороны, собственники изымают средства из фирмы; с другой стороны, для обеспечения ее нормального функционирования они вынуждены вкладывать свой капитал. Парадоксальность, правда, имеет некоторое объяснение: подразумевается, что вклад будут делать новые акционеры. Выгодно ли действующим акционерам идти на подобную долгосрочную и затратную операцию, чреватую к тому же изменениями в структуре собственности, – большой вопрос. Что же касается оценки стоимости источника «Реинвестированная прибыль», то, руководствуясь принципом осторожности, в качестве его ориентира вполне можно использовать и стоимость источника «Долевой капитал в виде обыкновенных акций новой эмиссии», т. е. значение  $k_{rp}$  скорее всего варьирует между  $k_{cs}$  и  $k_{ncs}$ .

В связи с приведенными рассуждениями напрашивается следующий тезис: обсуждая стоимость источников финансирования, не следует заикливаться на исчислении точных их оценок. Эта мифическая точность в принципе не достижима. Надо прежде всего понимать сущность источников на качественном уровне и уметь оценивать их сравнительную значимость, взаимосвязь, возможную динамику.

### 4.3. Средневзвешенная стоимость капитала

Любая коммерческая организация финансирует свою деятельность, в том числе инвестиционную, из разных источников. В качестве платы за пользование авансированными в деятельность организации

финансовыми ресурсами она уплачивает проценты, дивиденды, вознаграждения, т. е. несет некоторые обоснованные расходы на поддержание своего экономического потенциала. Как было показано выше, каждый источник средств имеет свою стоимость как относительную величину регулярных расходов по обеспечению данного источника. Невозможно дать точные соотношения между значениями стоимости источников, хотя с определенной долей условности имеет место следующая цепочка неравенств:

$$k_{bc}^a < k_d^a < k_{ps} < k_{cs} < k_{np} < k_{ncs}. \quad (4.9)$$

Безусловно, она в полной мере верна лишь теоретически, поскольку в реальной жизни возможны любые отклонения, обусловленные как внешней конъюнктурой, так и эффективностью деятельности самой компании; тем не менее она полезна для понимания логики и последовательности процедур по привлечению источников финансирования. Кроме того, некоторые соотношения, с позиции теории, совершенно оправданны. Например, очевидно, что стоимость собственных средств должна быть больше стоимости заемных средств, поскольку относительные расходы по поддержанию последних чаще всего фиксированы и выплачиваются в первоочередном порядке по сравнению с дивидендами, т. е. они менее рискованы; меньшему риску должна соответствовать и меньшая доходность, численно совпадающая в данном случае со стоимостью источника.

Даже в устойчивой, равновесной экономике система финансирования деятельности компании не остается постоянной, особенно на этапе ее становления. Однако по мере стабилизации видов деятельности, масштабов производства, связей с контрагентами складывается некоторая структура источников, оптимальная для данного вида бизнеса и конкретной компании. Можно говорить о некотором оптимальном соотношении<sup>1</sup> между собственными и заемными средствами; в более общем случае можно оценивать структуру с учетом всех рассмотренных выше источников.

Показатель, характеризующий относительный уровень общей суммы регулярных расходов на поддержание сложившейся (оптимальной, целевой и др.) структуры капитала, авансированного в деятельность компании, к общему объему привлеченных средств и выраженный в терминах годовой процентной ставки, характеризует стоимость капитала, авансированного в деятельность компании, и носит название **средневзвешенной стоимости капитала** (Weighted Average Cost of Capital, WACC). Этот показатель отражает сложившийся на предпри-

<sup>1</sup> Возникает понятие так называемой целевой структуры капитала, которое будет обсуждаться в разд. 4.5.

ятии минимум возврата на вложенный в его деятельность капитал, его рентабельность и рассчитывается по формуле средней арифметической взвешенной

$$WACC = \sum_{j=1}^n k_j d_j, \quad (4.10)$$

где  $k_j$  – стоимость  $j$ -го источника средств;

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

Расчет *WACC* представляет собой неочевидную в вычислительном плане процедуру, в основе которой лежит ряд допущений и ограничений, имеющих оттенок искусственности. Безусловно, этот показатель приближителен, причем пресловутая точность не только не достижима, но вряд ли уместна, поскольку *WACC* используется прежде всего для принятия решений стратегического характера. В частности, именно с этим показателем сравнивают значение *IRR* инвестиционного проекта, целесообразность реализации которого рассматривается.

Необходимо сделать несколько замечаний к формуле (4.10). Во-первых, смысл расчета *WACC*, равно как и стоимости любого источника, состоит не в оценке сложившегося ее значения, а главным образом в определении стоимости вновь привлекаемой денежной единицы, поскольку основное назначение *WACC* заключается в том, чтобы использовать его как коэффициент дисконтирования при составлении бюджета капиталовложений. Поскольку речь идет о вложении новых средств – неважно, являются эти средства собственными или привлеченными, – релевантными для анализа становятся прогнозные оценки, в том числе в отношении стоимости капитала. Тем не менее расчет *WACC* по фактическим данным также представляет для аналитика определенный интерес, в частности, с позиции оценки сложившегося статус-кво в отношении структуры источников средств и связанных с нею расходов.

Во-вторых, значение *WACC* является относительно стабильной величиной и отражает сложившуюся, а значит, являющуюся оптимальной структуру капитала. Безусловно, понятие «оптимальность» здесь надо понимать с некоторой долей условности, поскольку она нередко может носить вынужденный характер. Владельцы и руководство компании, возможно, желали бы изменить структуру источников, однако в силу объективных и субъективных обстоятельств это не представляется возможным. Если же сложившаяся структура является удовлетворительной, именно она, т. е. веса  $\{d_j\}$ , как правило, должна поддерживаться при вовлечении новых средств для финансирования инвестиционной деятельности.

В-третьих, существует два подхода в выборе весов: веса берутся исходя из рыночных оценок составляющих капитала или из балансовых оценок. Более подробно этот аспект будет рассмотрен ниже.

В-четвертых, точность расчета *WACC* зависит от того, насколько аккуратно рассчитана стоимость капитала отдельных источников. Поскольку используется прогнозная оценка, приведенные модели, используемые в конечном итоге для расчета *WACC*, не являются идеальными, но они приемлемы для аналитических целей. Что касается динамики *WACC* и ее благоприятного значения, то однозначных суждений по этому поводу быть не может. Единственное, что является бесспорным, это утверждение, что при прочих равных условиях снижение *WACC* способствует повышению ценности фирмы, под которой понимается ее рыночная стоимость.

В-пятых, формально можно обособлять долгосрочные источники финансирования, оценивать их стоимость и рассчитывать значение *WACC*. Однако на практике чаще всего ограничиваются двумя обобщенными источниками – это собственный и заемный капиталы (стоимости этих капиталов ниже будут обозначаться соответственно как  $k_{ec}$  и  $k_{dc}$ ).

В-шестых, из формулы (4.10) видно, что корректность расчета *WACC* предполагает включение в формулу слагаемых в сопоставимом виде. Поскольку стоимость некоторых источников может определяться в до- и посленалоговом исчислении, надо определиться с тем, как достичь требуемой сопоставимости. Логика рассуждений такова. Все количественные оценки должны рассматриваться с позиции собственников компании, поскольку именно они (или их агенты, т. е. управленческий персонал) принимают решения, в том числе в отношении структуры капитала, способствующие повышению их благосостояния. Именно поэтому сопоставимость слагаемых в формуле (4.10) достигается использованием показателей, исчисленных на посленалоговой основе.

Проявление эффекта влияния системы налогообложения на величину стоимости источника рассмотрим на примере.

### Пример

Предположим, что некоторая компания до настоящего времени ограничивалась финансированием своей деятельности за счет собственных средств. Ее капитал составляет 400 тыс. долл. (обыкновенный акционерный капитал), а стоимость активов – 550 тыс. долл., в том числе внеоборотные активы – 350 тыс. долл. Рассматривается возможность увеличения капитала на 100 тыс. долл., причем возможны два варианта – новая эмиссия обыкновенных акций либо долгосрочный кредит (различиями в трансакционных затратах можно пренебречь). Расчетная годовая операционная прибыль, т. е. прибыль до вычета процентов и на-



логов, составит 80 тыс. долл.; налог на прибыль и прочие обязательные отчисления составляют 30%. Рассчитать максимально допустимую процентную ставку по долгосрочному кредиту.

### Решение

В зависимости от принятого решения по структуре капитала прогнозный баланс компании может выглядеть следующим образом.

Таблица 4.1

#### Структура баланса при различных вариантах финансирования деятельности компании

(тыс. долл.)

Статья	Эмиссия акций	Привлечение заемного капитала
<b>Актив</b>		
Внеоборотные активы	350	350
Оборотные средства	<u>300</u>	<u>300</u>
Баланс	650	650
<b>Пассив</b>		
Собственный капитал:		
имеющиеся акции	400	400
новые акции	100	–
Долгосрочный заемный капитал	–	100
Краткосрочные пассивы	<u>150</u>	<u>150</u>
Баланс	650	650

Если компания прибегнет к эмиссии акций, ее чистая прибыль, т. е. прибыль, доступная к распределению среди акционеров, будет равна 40 тыс. долл. (алгоритм этого и последующих расчетов, а также их результаты приведены в табл. 4.2).

Таблица 4.2

#### Влияние структуры капитала на финансовые результаты

(долл.)

Статья	Эмиссия акций	Привлечение заемного капитала	
		расчет 1	расчет 2
Операционная прибыль	80 000	80 000	80 000
Проценты к уплате	–	11 200	16 000
Налогооблагаемая прибыль	80 000	68 800	64 000
Налог (30%)	<u>24 000</u>	<u>20 640</u>	<u>19 200</u>
Чистая прибыль	<u>56 000</u>	<u>48 160</u>	<u>44 800</u>
Собственный капитал	500 000	400 000	400 000
ROE, %	11,20	12,04	11,20

Основной характеристикой эффективности операции является показатель рентабельности собственного капитала ( $ROE$ ). В базовом варианте, когда капитал наращивается за счет дополнительной эмиссии акций,  $ROE = 11,2\%$ . С позиции рассматриваемой проблематики  $11,2\%$  представляют собой стоимость источника «Собственный капитал» (это стоимость источника «Долевой капитал в виде обыкновенных акций»).

Допустим, что акционеры предпочтут банковский кредит вместо дополнительной эмиссии, причем банковская ставка составит  $11,2\%$ . На первый взгляд может показаться, что ничего не должно измениться; какая разница, кому платить эти проценты – банку или новым акционерам? Однако расчеты показывают, что акционеры получают доход, численно выражающийся в увеличении  $ROE$  до  $12,04\%$  ( $48,16 : 400$ ). Причина очевидна: начисление процентов по заемному капиталу влияет на величину налогооблагаемой прибыли в сторону ее уменьшения. Каких-либо изменений в основной деятельности не произошло, а источником дохода в данном случае является уменьшение финансовых расходов на поддержание новой структуры капитала. Таким образом, с позиции действующих акционеров и управленческого персонала, о котором предполагается, что он действует в интересах владельцев компании, стоимость источника «Заемный капитал» оказывается фактически меньше, чем  $11,2\%$ , т. е. банковской процентной ставки. Можно брать кредит даже по ставке, несколько превышающей стоимость собственного капитала.

Легко рассчитать максимально приемлемую процентную ставку, которая не ухудшит благосостояние акционеров, т. е. не приведет к падению  $ROE$  до уровня меньше  $11,2\%$ .

Очевидно, что чистая прибыль  $NP$  в табл. 4.2 рассчитывается по алгоритму

$$NP = (EBIT - In)(1 - r_t) = EBIT(1 - r_t) - In(1 - r_t), \quad (4.11)$$

где  $EBIT$  – операционная прибыль;

$In$  – проценты к уплате;

$r_t$  – ставка налогообложения.

При неизменной величине собственного капитала (400 тыс. долл.) значение  $ROE = 11,2\%$  может быть достигнуто, если чистая прибыль равна 44,8 тыс. долл. Из формулы (4.11)

$$In = EBIT - \frac{NP}{1 - r_t} = 80 - \frac{44,8}{1 - 0,3} = 16 \text{ тыс. долл.}$$

Таким образом, максимальные расходы по кредиту не должны превысить 16 тыс. долл., или  $16\%$ . Очевидно, что ставки  $11,2\%$  и  $16\%$  связаны между собой налоговой ставкой

$$16\% \cdot (1 - 0,3) = 11,2\%.$$

Следовательно, при ставке  $16\%$  стоимость источника «Долгосрочный банковский кредит» равна  $11,2\%$ ; именно последнее число и будет релевантным для топ-менеджеров и акционеров при характеристике общих затрат на поддержание той или иной структуры источников средств.

Все количественные оценки теоретически должны рассматриваться топ-менеджерами фирмы в контексте соблюдения интересов владельцев компании, поскольку критерием принятия любого серьезного финансового решения, в том числе в отношении структуры капитала, является повышение благосостояния собственников. Именно поэтому, повторим, сопоставимость слагаемых в формуле (4.10) достигается использованием показателей, исчисленных на посленалоговой основе.

### Пример

Рассчитать значение *WACC* по приведенным данным, если налог на прибыль компании составляет 24%.

Источник средств	Балансовая оценка, тыс. долл.	Доля ( <i>d</i> ), %	Выплачиваемые проценты или дивиденды ( <i>k</i> ), %
Заемные средства:			
краткосрочные	6000	35,3	8,5
долгосрочные	2000	11,8	5,5
Обыкновенные акции	7000	41,2	16,5
Привилегированные акции	1500	8,8	12,4
Реинвестированная прибыль	<u>500</u>	<u>2,9</u>	15,2
	17 000	100,0	

Примечание. Число в последней колонке по строке «Реинвестированная прибыль» означает ориентировочную оценку доходности новых обыкновенных акций в случае их эмиссии.

### Решение

Поскольку краткосрочные пассивы не относятся к понятию «капитал», в условиях задачи общая величина капитала составляет 11 000 тыс. долл. В соответствии со сделанными выше замечаниями стоимость источника «Заемные средства» должна быть найдена с учетом ставки налогообложения

$$k_d^a = 5,5\% \cdot (1 - 0,24) = 4,18\%.$$

Рассчитав удельные веса каждого источника капитала в общей его сумме и применив формулу (22.10), имеем

$$\begin{aligned} WACC &= 0,01 \sum_j k_j + d_j = 0,01 \cdot (4,18 \cdot 18,2 + 16,5 \cdot 63,6 + \\ &+ 12,4 \cdot 13,6 + 15,2 \cdot 4,6) = 13,64\%. \end{aligned}$$

Это уровень затрат для поддержания экономического потенциала коммерческой организации при сложившейся структуре источников средств, требованиях инвесторов и кредиторов, дивидендной политике.

Экономический смысл этого показателя заключается в следующем: предприятие может принимать любые решения инвестиционного характера, уровень рентабельности которых не ниже текущего значения показателя *WACC*. Именно с ним чаще всего сравнивается показатель внутренней доходности *IRR*, рассчитанный для конкретного проекта.

Не только собственно расчет значения *WACC*, но и обоснованность применения этого показателя в аналитических расчетах связаны с определенными оговорками и условностями. В частности, при анализе инвестиционных проектов использование *WACC* в качестве коэффициента дисконтирования возможно в том случае, если новые и существующие инвестиции имеют одинаковую степень риска и финансируются из разных источников, являющихся типовыми для финансирования инвестиционной деятельности в данной компании. Нередко привлечение дополнительных источников для финансирования приводит к изменению финансового риска компании в целом, т. е. к изменению значения *WACC* (правда, улавливать эти изменения в плане количественной меры чрезвычайно сложно). Отметим также, что на этот показатель оказывают влияние не только внутренние условия деятельности компании, но и внешняя конъюнктура финансового рынка; так, при изменении процентных ставок изменяется требуемая акционерами норма прибыли на инвестированный капитал, что влияет на *WACC*.

Несмотря на отмеченные условности, *WACC*, с позиции теории, все же считается наиболее приемлемым ориентиром при расчете маржинальных затрат по привлечению новых источников финансирования при условии, что новые проекты имеют тот же уровень производственного и финансового риска. Кроме того, *WACC* может использоваться для оценки ориентировочной *рыночной стоимости фирмы*. Один из возможных подходов для такой оценки заключается в следующем.

Вспомним, что теоретическая стоимость любого финансового актива ( $V_t$ ) при заданном уровне требуемой доходности ( $r$ ) и прогнозируемых по годам доходов ( $CF_k$ ) определяется с помощью *DCF*-модели (2.15). Если доходы по годам одинаковы ( $CF_k = C$ ), то в условиях предпосылки о неограниченности срока деятельности компании формула (2.15) трансформируется следующим образом:

$$V_t = \frac{C}{r}. \quad (4.12)$$

Предположим, что компания генерирует по годам один и тот же уровень доходов, используемых, естественно, для покрытия расходов по обслуживанию источников капитала. Таковых два – собственный капитал и заемный капитал. Обслуживание первого источника равносильно выплате дивидендов; обслуживание второго источника сводит-

ся к выплате процентов. Если предположить, что вся чистая прибыль распределяется между акционерами, то обобщенной характеристикой уровня расходов является показатель средневзвешенной стоимости капитала. Обобщенной характеристикой дохода, используемого для обслуживания источников капитала, является показатель прибыли до вычета процентов и налогов, уменьшенный на величину налога на прибыль и других обязательных отчислений от прибыли.

$$ROI = EBIT - T, \quad (4.13)$$

где  $EBIT$  – прибыль до вычета процентов и налогов (операционная прибыль);  
 $T$  – сумма налога на прибыль и других обязательных платежей.

Показатель  $POI$  представляет собой регулярный доход инвесторов – акционеров и лендеров. Можно ему дать экономическую интерпретацию: он характеризует общую сумму средств в год, затраченных на обслуживание собственного и заемного капитала, численно равных сумме процентов, уплаченных за год за использование заемных источников средств, выплаченных дивидендов, реинвестированной прибыли.

Имеем регулярный доход и стоимость источника этого дохода, а потому, исходя из сделанных предпосылок, текущая совокупная рыночная стоимость коммерческой организации ( $V_t$ ) может быть найдена по формуле

$$V_t = \frac{POI}{WACC}. \quad (4.14)$$

Безусловно, приведенная формула дает приблизительную оценку; более точные расчеты предполагают отдельную оценку рыночной стоимости собственного и заемного капитала и суммирование полученных результатов. Соответствующие алгоритмы расчета с учетом поправки на налоги будут изложены в разд. 4.5.

Приведенная формула подчеркивает еще один аспект значимости процедур контроля и управления значением средневзвешенной стоимости капитала: при прочих равных условиях его снижение повышает капитализированную стоимость фирмы, что соответствует целевой установке, которую задают владельцы компании своему наемному управленческому персоналу.

Какова же возможная вариация компаний по показателю «Средневзвешенная стоимость капитала»? Статистика по отечественным коммерческим организациям отсутствует. Можно привести пример из западной практики. Так, по данным о 177 американских компаниях, опубликованным в журнале «Fortune», 16,8% компаний из анализируемой выборки имели средневзвешенную стоимость капитала до

11%; 65% компаний – от 11 до 17%; 19,2% компаний – свыше 17% [Gitman, p. 400].

#### 4.4. Предельная стоимость капитала

Мы рассмотрели логику оценки стоимости капитала фирмы в условиях сложившейся финансовой структуры, т. е. по данным *post factum*. На практике гораздо большее значение имеет оценка на перспективу. Например, если фирма хочет мобилизовать средства на реализацию крупного инвестиционного проекта, во что это ей обойдется? Предварить рассуждения по этому поводу необходимо понятиями, подробно рассматриваемыми в микроэкономике.

Одной из ключевых категорий в экономике является понятие предельных (маржинальных) затрат, под которыми понимают затраты на производство очередной единицы продукции. Очевидно, что их величина зависит от многих факторов, поддающихся идентификации и оценке с помощью алгоритмов и моделей той или иной степени сложности. Одним из подобных факторов, влияние которых не поддается очевидной оценке, является профессионализм, как правило возрастающий по мере становления коммерческой организации и сопутствующего этому наращивания объемов производства. Взаимосвязь между удельными затратами труда (зависимая переменная) и объемом продукции в единицах (независимая переменная) описывается так называемой *кривой обучаемости* (*learning curve*). Эффект кривой обучаемости тесно связан с принципом *отдачи от масштаба* (*Returns on Scale*), когда наращивание объемов производства сопровождается ростом эффективности финансово-хозяйственной деятельности компании (подробнее см.: [Гальперин, Игнатьев, Моргунов, т. 1, с. 272–277]). Исследования показали, что при удвоении объема производства удельные затраты труда обычно снижаются с некоторым постоянным темпом 10–40% [Siegel, Shim, p. 242]. Значение этого темпа используется в названии кривой. Так, если темп снижения равен  $\alpha\%$ , то кривая носит название  $(100 - \alpha)\%$ -ной кривой обучаемости. Кривая обучаемости применяется в разделах анализа, связанных с оценкой затрат, стимулирования труда и др.

##### Пример

Построить 70%-ную кривую обучаемости по следующим данным.

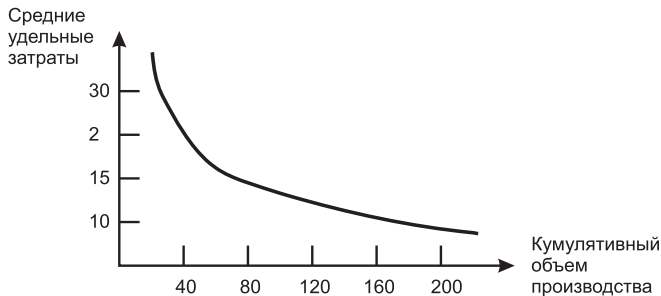
Объем продукции (ед.)		Затраты (чел./ч.)	
Лот	Кумулятивная величина	Удельные затраты	Кумулятивные затраты
20	20	30,0	600
20	40	21,0 (30,0 · 0,7)	840

Окончание табл.

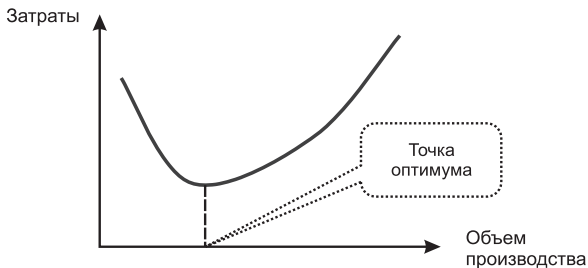
Объем продукции (ед.)		Затраты (чел./ч.)	
Лот	Кумулятивная величина	Удельные затраты	Кумулятивные затраты
40	80	14,7 (21,0 · 0,7)	1176
80	160	10,3 (14,7 · 0,7)	1648
160	320	7,2 (10,3 · 0,7)	2307

**Решение**

Данная зависимость описывается гиперболической кривой, имеющей следующий вид (рис. 4.2).

**Рис. 4.2. 70%-ная кривая обучаемости**

Итак, согласно кривой обучаемости, с ростом объемов производства удельные, а следовательно, и маргинальные затраты снижаются, однако это снижение не может продолжаться бесконечно. Дело в том, что по мере накопления производственного и технологического опыта и стабилизации деятельности компании достигается некий оптимальный уровень производства, а при его увеличении маргинальные затраты начинают возрастать. В частности, одной из причин является возрастание управленческих расходов. Таким образом, реальная кривая маргинальных расходов имеет U-образный вид, т. е. с позиции минимизации затрат можно рассчитать оптимальный объем производства продукции в натуральных единицах (рис. 4.3).

**Рис. 4.3. График маргинальных затрат**

Логика изменения маржинальных затрат применяется и для оценки стоимости капитала. Средневзвешенная стоимость капитала при существующей структуре источников – это оценка по данным истекших периодов. Очевидно, что стоимость отдельных источников средств, равно как и структура капитала, постоянно меняются. Поэтому и средневзвешенная стоимость капитала не является постоянной величиной; она меняется с течением времени, находясь под влиянием многих факторов.

Одним из основных факторов является наращивание экономического потенциала коммерческой организации, которое может осуществляться за счет как собственных средств (реинвестирование части прибыли), так и привлеченных средств. Первый источник является дешевым в мобилизации и относительно быстро приводимым в действие, но ограниченным в размерах и требующим определенных усилий по аккумулированию средств в необходимом представлении (например, в виде денег), что предполагает реструктурирование активов (не исключено, весьма серьезное). Второй источник не ограничен сверху, но стоимость его может существенно меняться в зависимости от финансовой структуры фирмы и рыночной конъюнктуры. Относительный рост в динамике, как правило, приводит к возрастанию стоимости капитала в целом как платы за возрастающий риск.

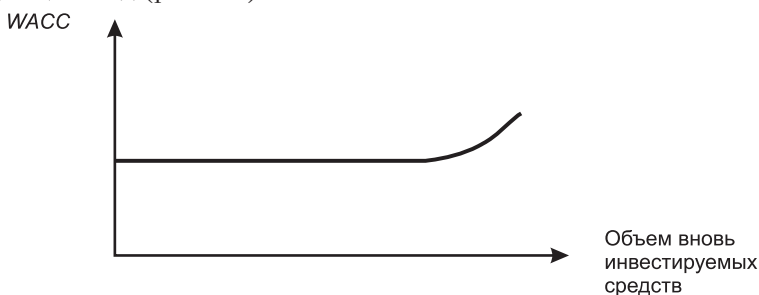
*Предельная (маржинальная) стоимость капитала* (Marginal Cost of Capital, МСС) рассчитывается на основе прогнозных значений расходов, которые компания будет вынуждена понести для наращивания объема инвестиций при сложившихся условиях фондового рынка. Например, компания планирует участие в крупном инвестиционном проекте, для реализации которого потребуются дополнительные источники финансирования, которые можно будет получить лишь на фондовом рынке. В этом случае прогнозная стоимость капитала, которая и будет являться предельной, может существенно отличаться от текущей стоимости.

Понятно, что относительные расходы на привлечение новых ресурсов меняются нелинейно. Например, затраты на привлечение дополнительных 100 работников составляют 50 долл. на человека, но 40 долл. – если привлекается 1000 человек. Точно так же обстоит дело с привлечением финансовых ресурсов, причем стоимость капитала может меняться в любую сторону – в зависимости от объема привлекаемых средств. Тем не менее очевидно одно: поскольку источники собственных средств весьма ограничены в объеме, то при реализации крупных проектов приходится рассчитывать на заемный капитал, что приводит к изменению структуры источников, заключающемуся в увеличении доли заемных средств, и повышению степе-



ни риска, ассоциируемого с данной компанией. Таким образом, предельная стоимость капитала может оставаться постоянной, однако при достижении некоторого критического объема привлекаемых ресурсов, существенно изменяющего структуру источников,  $WACC$  резко возрастает.

Можно считать, что в стабильно действующей коммерческой организации со сложившейся системой финансирования средневзвешенная стоимость капитала  $WACC$  остается постоянной при некотором варьировании объема вовлекаемых в ходе инвестирования ресурсов, однако по достижении определенного предела она возрастает. Таким образом, предельная стоимость капитала является функцией объема вовлекаемых финансовых ресурсов, а соответствующий график имеет следующий вид (рис. 4.4).

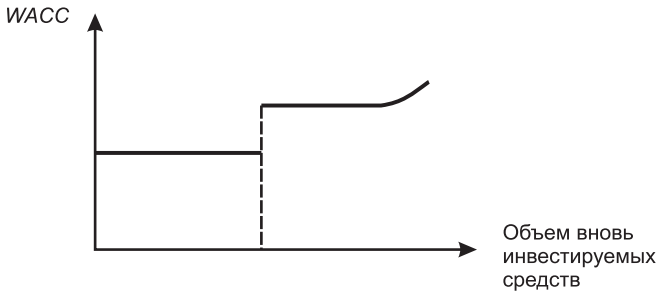


**Рис. 4.4. График предельной стоимости капитала (MCC)**

Данное представление является условным; фактически график  $MCC$  имеет точки разрыва, обусловленные тем, что вовлечение финансовых ресурсов в ходе инвестиционного процесса осуществляется не по одной денежной единице, а крупными суммами, поэтому получение очередной такой суммы (например, в виде банковской ссуды) может существенно изменить вид графика в зависимости от целого ряда обстоятельств.

Обычно логика инвестиционного процесса такова. Компания удовлетворяет свои потребности в наращивании производственного потенциала за счет реинвестирования прибыли, т. е. мобилизации внутренних источников, сводящейся к реструктурированию активов. В этом случае структура источников финансирования не меняется. Однако если инвестиционные возможности и запросы фирмы велики, то она пытается привлечь внешние источники. Это приводит к изменению структуры источников, в частности, к повышению доли заемного капитала, т. е. к увеличению финансового риска. В случае если компании все же необходимы дополнительные ресурсы, которые она может получить лишь извне, она вынуждена пойти на ухудшение условий кредитования, выражающееся в повышении относительного уровня за-

трат на обслуживание этих дополнительных источников. Получение нового объема денежных средств из внешних источников с более высокой стоимостью капитала приводит к появлению разрыва на графике *MCC* (см. рис. 4.5).



**Рис. 4.5. График предельной стоимости капитала с точкой разрыва**

Необходимо сделать три замечания. Во-первых, из ориентировочной цепочки соотношений между значениями стоимости капитала различных источников следует, что долгосрочный заемный капитал является относительно дешевым источником по сравнению с другими. Поэтому на первый взгляд кажется странным, что получение банковского кредита может приводить к росту *WACC*. На самом деле ничего странного в этом нет, поскольку очередной кредит должен рассматриваться не изолированно, а в контексте сопутствующих условий, в частности структуры капитала фирмы на момент его получения, перспектив рентабельной ее работы в будущем и связанной с этим возможности своевременного погашения кредита. Очевидно, что условия банка по предоставлению кредита могут существенно различаться в зависимости от того, составляет доля заемных средств в структуре источников 10% или 90%. Исключительно важное значение играет уровень финансового риска, который повышается с ростом доли заемного капитала. Именно повышением риска и объясняется увеличение значения *WACC* в этом случае.

Во-вторых, можно считать, что точка разрыва появляется по мере исчерпания нераспределенной прибыли как источника финансовых ресурсов. На самом деле зависимость гораздо сложнее. Стабильное значение *WACC* имеет место при некоторой оптимальной структуре капитала, подразумевающей определенное соотношение между собственным и заемным капиталом. При реинвестировании прибыли доля собственных средств повышается, поэтому принцип сохранения оптимальной структуры капитала оставляет за компанией возможность (по крайней мере теоретическую) привлечь некоторый объем финан-

совых ресурсов из внешних источников на приемлемых условиях, соответствующих сложившейся ранее структуре. Таким образом, общий объем дополнительных финансовых ресурсов, вовлечение в инвестиционный процесс которых не приводит к повышению средневзвешенной стоимости капитала, больше, нежели величина реинвестированной прибыли.

В-третьих, с чисто теоретических позиций график *MCC* может иметь несколько точек разрыва в зависимости от того, какова градация источников средств, как трактуется понятие прибыли и какова действующая система налогообложения. В частности, теоретически возможно выделять такие самостоятельные источники финансирования, как долевой капитал в виде привилегированных акций, новый выпуск обыкновенных акций, отложенные к выплате налоги, образующиеся из-за различий в исчислении прибыли для целей налогообложения и представления ее собственникам компании, и др. Мы не будем подробно рассматривать технику аналитических расчетов, поскольку для отечественной практики она выглядит искусственной. Тем не менее с логикой изменения *WACC* в этом случае и соответствующей последовательностью аналитических процедур можно ознакомиться на примере американских компаний (см.: [Бригхем, Гапенски, т. 1, с. 194–199]).

В-четвертых, расчет точек разрыва графика *MCC* представляет собой сложную и субъективную процедуру. Поэтому на практике нередко ограничиваются более простыми методами, например введением поправочных коэффициентов к текущему значению *WACC* в зависимости от степени рисковости оцениваемого проекта.

## 4.5. Основы теории структуры капитала

Целевое назначение функционирования фирмы, с позиции ее собственников, – наращивание их экономического благосостояния, т. е. рост капитала собственников. Этот источник не является единственным, существует и другой долгосрочный источник – заемный капитал. Их сочетание определяет некоторую структуру источников финансирования.

В теории финансового менеджмента различают финансовую структуру и структуру капитала фирмы. Под термином «финансовая структура» подразумевают способ финансирования деятельности коммерческой организации в целом, т. е. структуру всех источников средств, включая краткосрочные. Второй термин относится к более узкой части источников средств – долгосрочным пассивам (собственному и заемному капиталу). В данном разделе речь идет о структуре ка-

питала, поскольку будет рассматриваться политика принятия решений долгосрочного характера в отношении компании.

Собственные и заемные источники средств различаются по целому ряду параметров, основные из которых приведены в табл. 4.3.

Таблица 4.3

#### Ключевые различия между основными видами источников средств

Признак	Тип капитала	
	собственный	заемный
Право на участие в управлении предприятием	дает	не дает
Право на получение части операционной прибыли и имущества	по остаточному принципу	первоочередное
Ожидаемая доходность	варьирует	обычно predetermined
Срок возврата капитала инвестору	не установлен	установлен условиями договора
Сравнительная стоимость источника	более дорогой	более дешевый
Льгота по налогу*	нет	есть

\* Фраза «Есть льгота по налогу» означает, что расходы по обслуживанию данного источника средств учитываются при исчислении налогооблагаемой прибыли, уменьшая ее.

Структура капитала, по-видимому, оказывает прямое влияние на результаты финансово-хозяйственной деятельности коммерческой организации и косвенное – на отношение к ней собственников и лендеров, т. е. на величину капитала. Если влияние на прибыль представляется более или менее объяснимым (хотя бы тем, что затраты по обслуживанию некоторых видов заемных средств уменьшают налогооблагаемую прибыль), то интерпретация второй зависимости требует комментария. Соотношение между собственным и заемным капиталом характеризует уровень финансового риска, присущий данной компании. Риск тесно связан с доходностью, т. е. с отдачей на вложенный капитал. Так, повышение доли заемного капитала (эта процедура является выгодной ввиду сравнительной дешевизны этого источника) характеризует и повышение риска, присущего данной компании, что естественным образом должно сопровождаться и ожиданием повышенной доходности. Изменение доходности немедленно влечет изменение стоимостной оценки соответствующего финансового актива (акций,

облигаций), что сказывается на рыночной стоимости фирмы-эмитента. Итак, между стоимостью фирмы и структурой ее капитала существует взаимосвязь. Ее суть изучается в рамках теории структуры капитала.

### 4.5.1. Стоимостные оценки фирмы

Оценка фирмы и, главное, динамика этой оценки представляют собой весьма важные индикаторы устойчивости ее прибыльной работы и перспектив существования. Получить оценку можно разными способами; наиболее напрашивающийся и очевидный – воспользоваться балансом фирмы. Действительно, бухгалтерский баланс представляет собой обобщенную финансовую модель компании, однако он обычно составляется в так называемых исторических ценах, а потому его валюта не дает величины рыночной стоимости компании. Можно составить баланс и в рыночных оценках; такая процедура является обыденной в случае составления ликвидационного баланса, в основу которого заложены цены возможной ликвидации активов, базирующиеся на их текущих рыночных ценах. Очевидно, что значения стоимости фирмы в рыночной и балансовой оценках будут, как правило, существенно различаться.

Соотношения между стоимостными оценками требуют интерпретации. Легче всего это сделать, исходя из основного свойства баланса, заключающегося в равновеликости ее активов и пассивов, а также их изменений. Определенные сложности с интерпретацией возникают лишь в случае представления баланса в рыночной оценке.

Особых проблем нет, когда исходным элементом анализа служит рыночная оценка активов: если эта оценка превосходит балансовую (или меньше ее), то разность может трактоваться как условная прибыль (или убыток); она увеличивает (или уменьшает) собственный капитал, т. е. входит в состав статей пассива баланса. Более сложна интерпретация в том случае, если исходят из рыночной оценки пассивов, что является вполне обычной аналитической операцией на рынке капитала. (Можно упомянуть о другой ситуации, когда рыночные оценки необходимы; речь идет о процедурах поглощения или слияния компаний.) В этом случае разность рыночной оценки пассивов и активов представляет собой гудвилл (положительный или отрицательный – в зависимости от знака разности), экономический смысл которого заключается в стоимостной оценке наработанной фирмой к моменту анализа нематериальной ее ценности (торговая марка, имеющиеся у компании патенты, ею разработанные и на баланс не показываемые, сложившийся коллектив и др.). При прочих равных условиях чем больше значение положительного гудвилла, тем большую ценность представляет собой компания.

Существуют три ключевые характеристики фирмы, особенно существенные при обсуждении ее стоимости в рыночных оценках, – стоимость, рыночная капитализация и совокупная рыночная стоимость. Приведем их краткую характеристику.

Под *стоимостью (ценностью) фирмы* (Value of a Firm) понимается величина ее собственного капитала (точнее, капитала собственников). Если взять за основу баланс российской фирмы, то речь идет о стоимостной оценке раздела «Капитал и резервы». Оценка может быть сделана как по учетным, так и по рыночным ценам; именно в последнем случае получают достоверную (по крайней мере, с позиции рынка) оценку стоимости фирмы. Говоря о стоимости фирмы в терминах рыночных цен, следует различать две ситуации: (а) обычная компания, если и имеющая отношение к фондовому рынку, то лишь в качестве участника вторичного рынка; (б) фирма котирует свои акции на организованном фондовом рынке, т. е. листинговая компания (Listed Company).

В первом случае понятие рыночных цен с определенной условностью применимо лишь в отношении активов фирмы, а некий суррогат рыночной стоимости такой фирмы может быть получен оценкой ее чистых активов, сделанной в условиях фиктивной ликвидации и с использованием рыночных оценок имеющихся на балансе фирмы активов. Говоря о суррогатности, мы имеем в виду следующее. Во-первых, рыночные цены существуют не на все активы, а потому приходится прибегать к весьма субъективному понятию «справедливая стоимость»<sup>1</sup>. Во-вторых, полученная стоимостная оценка имеет локальный, индивидуализированный характер, поскольку выражает мнение конкретного оценщика как квалифицированного специалиста, но все

---

<sup>1</sup> Напомним, что под *справедливой стоимостью* (Fair Value) понимается стоимостная характеристика объекта, определяющая его сравнительную значимость в потенциальных или фактических меновых операциях в условиях полной информированности участников сделки, их неангажированности и свободы в принятии решения. Численно выражается минимальной суммой денежных средств, достаточной для приобретения актива или исполнения обязательства при совершении невынужденной сделки между хорошо осведомленными, действительно желающими совершить такую сделку, независимыми друг от друга сторонами. Существенными условиями сделки являются: (а) независимость сторон; (б) осведомленность сторон; (в) невынужденный характер сделки; (г) доступность и публичность информации, на основе которой совершается сделка. Понятие справедливой стоимости было введено в связи невозможностью определения рыночной стоимости всех объектов купли-продажи (дело в том, что объект может быть уникальным, а потому рынок именно таких объектов не существует, можно говорить лишь о цене предложения). Переход к справедливой стоимости позволяет с помощью профессиональных оценщиков отчасти решить данную проблему. Подробнее о соотношении рыночной цены и справедливой стоимости см. в работе [Ковалев, 2006(г)].

же не рынка в целом. В-третьих, очевидно, что истинное значение рыночной стоимости нелистинговой компании может быть определено лишь в результате сделки по ее купле-продаже, а потому любые оценки ее стоимости, полученные косвенным, расчетным путем, являются весьма условными.

Во втором случае, т. е. для фирмы, котирующей свои акции на бирже, оценка ее стоимости формируется рынком и проявляется в текущей рыночной цене акций, т. е. в режиме реального времени становится известной и общедоступной ее действительно рыночная стоимость. Именно для листинговых фирм используется термин «рыночная капитализация» (Market Capitalization) как совокупная оценка экономической ценности всех акций компании, допущенных к официальной торговле на фондовой бирже. Понятия «рыночная капитализация» и «стоимость (ценность) листинговой компании» – синонимы.

Понятие «стоимость фирмы» не следует смешивать с оценкой (учетной или рыночной) активов фирмы; в первом случае оценивается капитал (т. е. часть пассива баланса) или чистые активы и внутрифирменный гудвилл, а во втором – актив баланса. В более подробном изложении суть данного тезиса может быть представлена следующим образом. С формальных позиций стоимость фирмы обобщает стоимостную оценку трех компонентов: (а) чистых активов фирмы, остающихся в распоряжении ее собственников после удовлетворения требований третьих лиц, причем оценка делается, исходя из цен возможной реализации активов фирмы по отдельности; (б) гудвилла фирмы как совокупности нематериальных внутрифирменных факторов, обеспечивающих фирме дополнительные конкурентные преимущества; (в) ожиданий рынка в отношении перспективности данной фирмы (этот компонент проявляется лишь в отношении листинговых компаний). В основе первого компонента – активы фирмы; второй компонент можно трактовать как присущую фирме управленческо-технологическую культуру в плане ведения бизнеса, наработанную с годами, ее связи, репутацию; в основе третьего компонента – относительно устойчивые или ажиотажные ожидания инвесторов в отношении инвестиционной и спекулятивной привлекательности ценных бумаг как товара на фондовом рынке. Наибольший вклад в варьирование рыночной капитализации фирмы вносит именно последний компонент, причем примеры американского фондового рынка (имеются в виду случаи с корпорациями «Enron», «WorldCom» и др.) показывают, что в течение коротких промежутков времени рыночная капитализация может меняться в разы.

Строго разделение практически невозможно, любое решение по подобному разделению исключительно субъективно, а потому рыноч-

ная капитализация конкретной фирмы оценивается фондовым рынком как средняя из оценок теоретической стоимости ее акций, складывающихся на этом рынке и основывающихся на ожиданиях участников рынка в отношении потенциальных возможностей фирмы.

Идентификация понятия «стоимость фирмы» и определение ее величины весьма неоднозначны. Строго говоря, можно строить цепочки рассуждений на основании той или иной базы. Если рассматривать фирму как товар, то приведенная выше трактовка стоимости фирмы как величины капитала собственников, безусловно, является верной. В эту концепцию хорошо вписывается и правовой аспект; в отсутствие осложняющих внешних факторов (факторов, вынуждающих ликвидацию фирмы) именно собственники формально могут решить судьбу фирмы.

Приведенные выше рассуждения в отношении стоимости фирмы строились с позиции ее собственников. Однако есть еще один класс инвесторов – лендеры, которые также на долгосрочной основе финансируют фирму, а потому, если исходить из сущности и закономерностей фондового рынка в целом, ценность (стоимость) фирмы можно характеризовать и как совокупную стоимостную оценку акционерного и облигационного капиталов<sup>1</sup>. Таким образом, *совокупная рыночная стоимость (ценность) фирмы* (Total Market Value of a Firm) – это суммарная рыночная стоимость эмитированных фирмой акций и облигаций, обращающихся на организованном рынке ценных бумаг. Это стоимостная оценка фирмы с позиции всех поставщиков капитала (инвесторов), т. е. лиц, вложивших в нее капитал на долгосрочной основе. Если взять за основу баланс российской фирмы, то речь идет о стоимостной оценке разделов «Капитал и резервы» и «Долгосрочные обязательства». Логика объединения разделов для исчисления единой стоимостной оценки объяснима. Действительно, если абстрагироваться от правовой стороны дела (так, держатели акций и облигаций имеют разные права в отношении фирмы как самостоятельного субъекта хозяйствования) и принимать во внимание только экономический аспект (принцип приоритета содержания перед формой), то для рынка как места, на котором обращаются капиталы, нет особой разницы между акционерным и облигационным капиталом. Оба обеспечивают функционирование фирмы в стратегическом аспекте. Оба источника

---

<sup>1</sup> В общем случае заемный капитал включает два компонента – эмитированные фирмой облигации и долгосрочные кредиты, однако в развитой рыночной экономике именно первый компонент рассматривается как доминирующе важный и относительно постоянный потенциальный или фактический источник финансирования. Логика очевидна: облигации, как и акции, обращаются на рынке капитала, т. е. два инструмента близки друг к другу по своей экономической сути.



долговременные; кроме того, по окончании срока облигационного займа он может быть в известном смысле пролонгирован, т. е. выпущен новый аналогичный заем; в экономическом смысле подобная пролонгация уравнивает собственный и заемный капитал. Более того, может быть обеспечено определенное наращивание совокупного капитала; в условиях эффективного рынка недостаток собственного капитала (например, собственники решили часть полученной прибыли<sup>1</sup> изъять в форме дивидендов) может быть восполнен за счет средств лендеров. Вспомним и еще одно обстоятельство: в составе акционерного капитала может присутствовать такой источник, как привилегированные акции, являющиеся гибридными ценными бумагами и занимающими промежуточное место между обыкновенным акционерным капиталом и заемным капиталом. Этим также подчеркивается близость (в экономическом смысле) собственного и заемного капитала.

Следует подчеркнуть, что стоимостные и структурные оценки акционерного и облигационного капитала фирмы в немалой степени взаимосвязаны. Так, повышение уровня финансового левериджа приводит к тому, что держатели акций, которые несут наибольший риск, ожидают в этом случае и роста доходности (прежде всего капитализированной), что сказывается на рыночной цене акций. Проблема трактовки взаимосвязи между собственным и заемным капиталом не возникает, когда речь идет о финансово независимой фирме; в этом случае просто нет заемного капитала.

#### **4.5.2. Взаимосвязь между стоимостью фирмы и стоимостью ее капитала**

Основным путем наращивания рыночной стоимости фирмы является генерирование прибыли, однако не исключается и эмиссия ценных бумаг. Поскольку стоимость источников средств варьирует, возникает вполне резонный вопрос: возможно ли для компании увеличить свою стоимость путем изменения структуры капитала?

Можно взглянуть на проблему и с позиции соотношения риска и доходности в отношении акционеров. Как отмечалось выше, соотношение между собственными и заемными источниками средств является одним из ключевых аналитических показателей, характеризующих риск инвестирования финансовых ресурсов в данное предприятие. Привлечение заемных источников не только вызывает увеличение рисковости компании, но сопровождается (по крайней мере теоретически) повышением ожидаемой доходности собственного капитала.

---

<sup>1</sup> Напомним, что выплата дивидендов подразумевает изъятие части активов фирмы, а не ее прибыли. Подробнее см. гл. 5.

Причина здесь очевидна: новый проект, на реализацию которого мобилизуются финансовые ресурсы, должен быть привлекательным, т. е. экономически выгодным. Безусловно, существуют разные причины принятия того или иного инвестиционного проекта, в том числе имеющие вынужденный характер, однако в общем случае проект принимается, если его рентабельность выше, чем средневзвешенная стоимость капитала фирмы. Если собственных средств компании не хватает на принятие такого выгодного проекта и приходится привлекать заемные средства, т. е. повышение доходности сопровождается ростом риска, с очевидностью возникает несколько вопросов. Достаточно ли ожидаемого повышения доходности для компенсации возросшего риска? Какой должна быть оптимальная структура капитала в этом случае? Ответы с определенной долей условности даются в рамках теории структуры капитала, основной вклад в развитие которой был сделан Ф. Модильяни и М. Миллером.

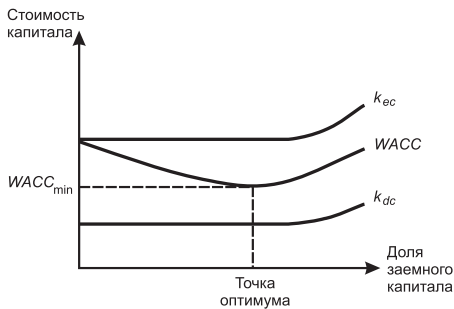
Вопросы возможности и целесообразности управления структурой капитала давно дебатировались среди ученых и практиков. Существуют два основных подхода к этой проблеме: традиционный и теория Модильяни-Миллера.

### **Традиционный подход**

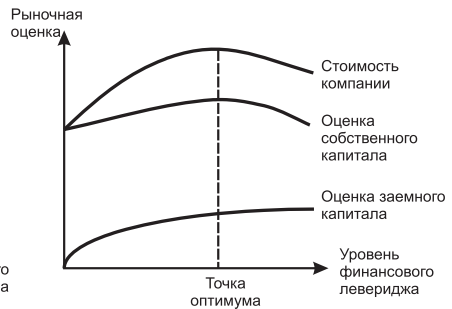
Его последователи считают, что, во-первых, стоимость капитала фирмы зависит от его структуры и, во-вторых, существует оптимальная структура капитала, минимизирующая значение  $WACC$  и, следовательно, максимизирующая рыночную стоимость фирмы. Приводятся следующие аргументы.

Средневзвешенная стоимость капитала зависит от стоимости его составляющих, обобщенно подразделяемых на два вида – собственный и заемный капитал. В зависимости от структуры капитала стоимость каждого из этих источников меняется, причем темпы изменения различны. Многочисленные исследования показали, что умеренный рост доли заемных средств, т. е. некоторое повышение финансового риска, не вызывает немедленной реакции акционеров в плане увеличения требуемой доходности, однако при превышении некоторого порога безопасности ситуация меняется и акционеры требуют большей доходности для компенсации риска. Одновременно стоимость заемного капитала, оставаясь сначала практически неизменной, при определенном изменении состава источников начинает возрастать. Поскольку, как отмечалось выше, стоимость заемного капитала ( $k_{dc}$ ) в среднем ниже, чем стоимость собственного капитала ( $k_{ec}$ ), существует структура капитала, называемая оптимальной, при которой показатель  $WACC$

имеет минимальное значение, а следовательно, рыночная стоимость фирмы будет максимальной (рис. 4.6 и 4.7).



**Рис. 4.6. Традиционный взгляд на зависимость стоимости и структуры капитала**



**Рис. 4.7. Традиционный взгляд на зависимость рыночной стоимости фирмы и структуры ее источников**

### Пример

Найти оптимальную структуру капитала. Исходные данные и результаты расчета приведены в табл. 4.4.

Таблица 4.4

### Расчет оптимальной структуры капитала

(в процентах)

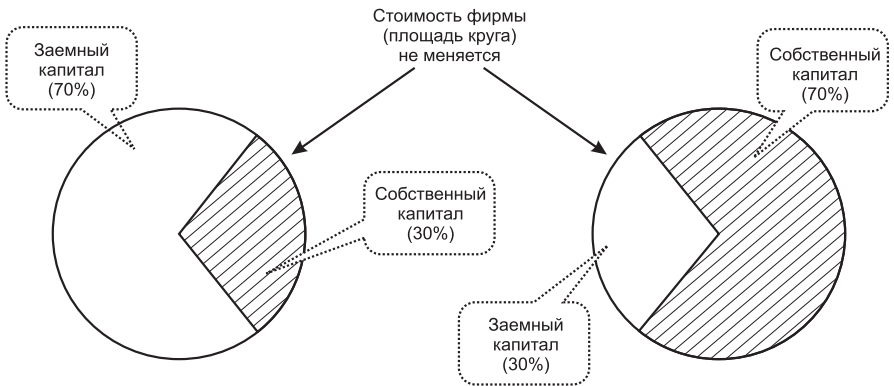
Показатель	Варианты структуры капитала и его стоимость						
	1	2	3	4	5	6	7
Доля собственного капитала	100	90	80	70	60	50	40
Доля заемного капитала	0	10	20	30	40	50	60
Стоимость собственного капитала	13,0	13,3	14,0	15,0	17,0	19,5	25,0
Стоимость заемного капитала	7,0	7,0	7,1	7,5	8,0	12,0	17,0
WACC	13,0	12,67	12,64	12,75	13,4	15,75	20,2

Таким образом, оптимальная структура капитала достигается в случае, когда доля заемного капитала составляет 20%. При этом средневзвешенная стоимость капитала рассчитывается по формуле (4.10) и имеет наименьшее значение 12,64% ( $14\% \cdot 0,8 + 7,1\% \cdot 0,2$ ).

### Подход Модильяни и Миллера

**Ключевые предпосылки.** Основоположники второго подхода утверждают, что при некоторых условиях рыночная стоимость фирмы

и стоимость капитала не зависят от его структуры, а следовательно, их нельзя оптимизировать, нельзя и наращивать рыночную стоимость фирмы за счет изменения структуры капитала. Последнее утверждение иногда называют принципом «пирога»: можно по-разному делить пирог, но его величина при этом, естественно, останется прежней (рис. 4.8).



**Рис. 4.8. Принцип «пирога» в приложении к стоимости фирмы**

Ключевые положения этой теории были опубликованы Модильяни и Миллером в 1958 г. При обосновании своего подхода авторы ввели в явном или неявном виде ряд ограничений (см.: [Copeland, Weston, p. 439]):

- предполагается наличие эффективного рынка капитала, подразумевающего бесплатность информации, ее равнодоступность для всех заинтересованных лиц, отсутствие транзакционных расходов, возможность любого дробления ценных бумаг, рациональность поведения инвесторов;
- компании эмитируют только два типа обязательств – долговые с безрисковой ставкой и акции (рисковый капитал);
- физические лица могут осуществлять ссудозаемные операции по безрисковой ставке;
- отсутствуют затраты, связанные с банкротством;
- все компании находятся в одной группе риска;
- ожидаемые денежные потоки представляют собой бессрочные аннуитеты (т. е. рост доходов не предполагается);
- отсутствуют агентские затраты, т. е. цели собственников фирмы и ее топ-менеджеров конгруэнтны;
- отсутствуют налоги.

Очевидно, что некоторые ограничения вряд ли можно признать реалистичными, однако дальнейшие исследования показали, что это не оказывает существенного влияния на основные выводы, полученные Модильяни и Миллером. Кроме того, некоторые ограничения позднее были уточнены или вовсе сняты.

Полученные этими исследователями результаты зависят от предпосылки о наличии или отсутствии налогов на доходы юридических и физических лиц. Рассмотрим основные идеи, сформулированные Модильяни и Миллером.

Введем следующие обозначения:

$V_u$  – совокупная рыночная стоимость финансово независимой компании, т. е. компании, не привлекающей заемный капитал (долгосрочные заемные источники финансирования);

$V_g$  – совокупная рыночная стоимость финансово зависимой компании, т. е. компании, привлекающей заемный капитал;

$EBIT$  – прибыль до вычета процентов и налогов (операционная прибыль);

$\sigma_{EBIT}$  – среднее квадратическое отклонение  $EBIT$  как характеристика риска;

$k_{eu}$  – стоимость источника «Собственный капитал» финансово независимой компании;

$k_{eg}$  – стоимость источника «Собственный капитал» финансово зависимой компании;

$k_{dc}$  – стоимость источника «Заемный капитал»;

$E$  – рыночная оценка собственного капитала компании;

$D$  – рыночная оценка заемного капитала компании.

**Логика теории Модильяни–Миллера без учета налогов на доходы юридических и физических лиц.** В условиях сделанных предпосылок Модильяни и Миллер доказали два утверждения [Modigliani, Miller, 1958]:

1. Рыночная стоимость (ценность) компании не зависит от структуры капитала и определяется путем капитализации ее операционной прибыли (т. е. прибыли до вычета процентов и налогов) по ставке, соответствующей классу риска данной компании.

$$V_u = V_g = \frac{EBIT}{k_{eu}}. \quad (4.15)$$

2. Стоимость собственного капитала финансово зависимой компании представляет собой сумму стоимости собственного капитала аналогичной (по доходу и уровню риска) финансово независимой компании и премии за риск, равной произведению разности стоимостей собственного и заемного капитала на величину финансового левериджа.

$$k_{eg} = k_{eu} + \text{Премия за риск} = k_{eu} + (k_{eu} - k_{dc}) \frac{D}{E}. \quad (4.16)$$

Эти утверждения показывают, что изменение структуры источников путем привлечения дешевых заемных средств не увеличивает рыночную стоимость компании, поскольку выгода от привлечения дешевого источника сопровождается повышением риска и, соответственно, стоимости собственного капитала.

Для доказательства первого утверждения Модильяни и Миллер использовали метод арбитражного обоснования<sup>1</sup>. Доказательство приведенных утверждений будем сопровождать выкладками по данным о компаниях *U* и *G*. Это компании одинакового класса риска, генерирующие ежегодно по схеме бессрочного аннуитета равную операционную прибыль, но имеющие разную рыночную стоимость и различающиеся по структуре источников.

	Компания <i>U</i>	Компания <i>G</i>
Собственный капитал, тыс. долл.	6000	5000
Заемный капитал (ставка 12%), тыс. долл.	–	2000
Рыночная стоимость компании, тыс. долл.	6000	7000
Уровень финансового левериджа	0	40%
Чистая операционная прибыль, тыс. долл.	1000	1000

### *Доказательство 1*

Предположим, что инвестор владеет 5% акций компании *G*. Тогда его годовой доход составит:

$$5\% \cdot (1000 - 12\% \cdot 2000) = 38 \text{ тыс. долл.}$$

Согласно Модильяни и Миллеру компании *U* и *G* не могут иметь разную рыночную стоимость, поскольку они находятся в одном классе риска и генерируют один и тот же доход. Выравнивание стоимостей произойдет постепенно, в результате арбитражных операций инвесторов по следующей схеме.

Инвестор может проделать такую операцию: он продаст свою долю акций в компании *G*, получив при этом 250 тыс. долл. ( $5\% \cdot 5000$  тыс. долл.), получит кредит в сумме 100 тыс. долл. под 12% годовых и вложит эти деньги в акции компании *U*, т. е. его доля составит 5,83% ( $350 \text{ тыс. долл.} : 6000 \text{ тыс. долл.} \cdot 100\%$ ). В этом случае его годовой доход составит

<sup>1</sup> Арбитраж (Arbitrage) – операция одновременной продажи и покупки аналогичных финансовых инструментов с целью получения безрискового дохода. Наиболее типичными примерами арбитражных операций являются следующие: (а) один и тот же актив имеет разную цену на разных рынках капитала; (б) на данном рынке капитала имеются два близких по своим характеристикам актива, один из которых продается по завышенной, а другой по заниженной цене. Очевидно, что в первом случае инвестор, купив активы на одном рынке и тут же продав их на другом, может получить доход. Числовой пример арбитражной операции см. в [Ковалев В., Ковалев Вит., 2006(а)].

$$\frac{5,83 \cdot 1000 - 12\% \cdot 100}{100\%} = 46,3 \text{ тыс. долл.}$$

Итак, благодаря данной операции инвестор легко увеличил свой доход на 8,3 тыс. долл.

То же постараются сделать и другие инвесторы. Напомним, что рациональность поведения участников рынка капитала является одним из признаков его эффективности. Поток арбитражных операций будет сопровождаться повышением спроса на акции компании  $U$ , что приведет к росту их цены, и падением спроса на акции компании  $G$ , т. е. к снижению их цены. Этот процесс будет идти до тех пор, пока рыночные стоимости компаний не сравняются:  $V_U = V_G$ .

### Доказательство 2

Исходя из первого утверждения можно доказать второе. Так как налоги отсутствуют, то доход собственников будет равен разности операционной прибыли и процентов, начисленных лендерам, а потому стоимость собственного капитала финансово зависимой компании рассчитывается по формуле

$$k_{eg} = \frac{EBIT - k_{dc}D}{E}. \quad (4.17)$$

Учитывая, что  $V = (E + D)$  и пользуясь формулой (4.15), имеем

$$EBIT = k_{eu}(E + D).$$

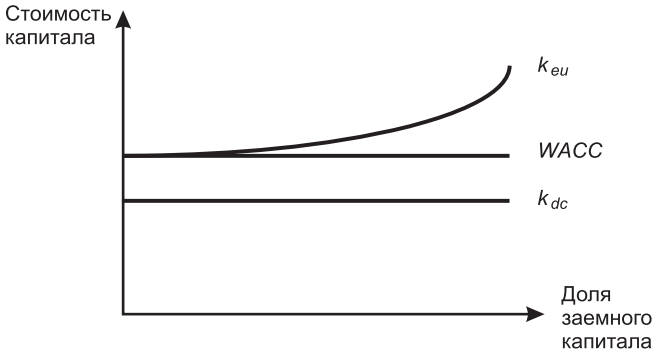
Подставляя значение  $EBIT$  в (4.17), получим требуемую формулу (4.16).

Важным следствием доказанных утверждений является постоянство значения  $WACC$ . Действительно, если компания не привлекает внешних источников финансирования, ее  $WACC = k_{eu}$ . По формулам (4.8) и (4.12) для финансово зависимой компании имеем

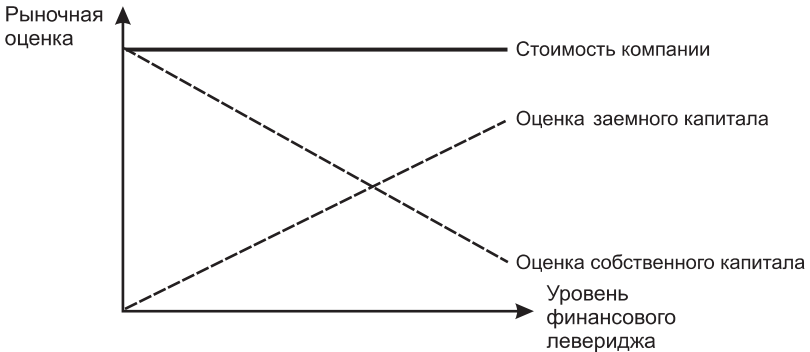
$$WACC = k_{eg} \frac{E}{E+D} + k_{dc} \frac{D}{E+D} = k_{eu} \frac{E}{E+D} + k_{eu} \frac{D}{E+D} - k_{dc} \frac{D}{E+D} + k_{dc} \frac{D}{E+D} = k_{eu}.$$

Таким образом, изменение структуры капитала не привело к изменению значения  $WACC$ .

В приведенном примере происходит косвенное изменение структуры источников компании  $U$ , а именно корпоративный финансовый леверидж, имеющий место в компании  $G$  (под которым понимается привлечение заемного капитала собственно компанией), заменяется индивидуальным финансовым левериджем, когда к внешним источникам прибегают сами акционеры. Зависимость между показателями рыночной стоимости фирмы, стоимости капитала и структуры источников в отсутствие налогов изображена на рис. 4.9 и 4.10.



**Рис. 4.9. Зависимость стоимости и структуры капитала при отсутствии налогов согласно теории Модильяни–Миллера**



**Рис. 4.10. Зависимость рыночной стоимости фирмы и структуры ее источников при отсутствии налогов согласно теории Модильяни–Миллера**

**Логика теории Модильяни–Миллера с учетом налогов на доходы юридических лиц.** В 1963 г. Модильяни и Миллер опубликовали вторую статью, посвященную структуре капитала, в которой рассмотрели ситуацию, когда не накладывается условие об отсутствии налогов [Modigliani, Miller, 1963]. Структура капитала оказывает влияние на рыночную стоимость фирмы. Их разработки вновь представлены в виде двух утверждений.

1. Рыночная стоимость (ценность) финансово зависимой компании равна сумме рыночной стоимости финансово независимой компании той же группы риска и эффекта финансового левериджа, равного произведению ставки налога на прибыль фирмы ( $r_{tc}$ ) и величины заемного капитала в рыночной оценке.

$$V_G = V_U + r_{tc}D. \quad (4.18)$$

Очевидно, что значение  $V_U$ , при отсутствии заемного финансирования численно равное  $E$ , находится по формуле



$$E = V_U = EBIT \frac{1 - r_{tc}}{k_{eu}}. \quad (4.19)$$

Модель, описанная формулой (4.14), иногда называется *идеальной моделью Модильяни–Миллера рыночной стоимости финансово зависимой компании*. Она построена при идеальных условиях, не учитывающих влияния некоторых весьма существенных факторов, а именно возрастания риска возможных финансовых затруднений и затрат, обусловленных агентскими отношениями.

2. Стоимость собственного капитала финансово зависимой компании представляет собой сумму стоимости собственного капитала аналогичной (по доходу и уровню риска) финансово независимой компании и премии за риск, равной произведению разности стоимостей собственного и заемного капитала и величины финансового левериджа с поправкой, учитывающей экономию на налогах.

$$k_{eg} = k_{eu} + \text{Премия за риск} = k_{eu} + (k_{eu} - k_{dc}) \frac{D}{E} (1 - r_{tc}). \quad (4.20)$$

#### Доказательство 1

Поскольку компании  $U$  и  $G$  аналогичны по всем финансовым параметрам, за исключением структуры источников, они имеют одинаковые значения  $EBIT$  и  $\sigma_{EBIT}$ .

Денежные потоки, доступные к распределению среди инвесторов фирмы  $U$  (ими являются акционеры) и фирмы  $G$  (ими являются акционеры и внешние инвесторы), равны соответственно

$$\begin{aligned} CF_U &= EBIT(1 - r_{tc}); \\ CF_G &= (EBIT - k_{dc}D)(1 - r_{tc}) + k_{dc}D. \end{aligned}$$

После очевидных преобразований имеем

$$CF_G = CF_U + r_{tc}k_{dc}D. \quad (4.21)$$

Второй член представляет собой дополнительный доход инвесторов фирмы  $G$  в виде экономии за счет снижения налоговых платежей.

Рыночная стоимость компании  $U$  может быть найдена путем капитализации ее чистой прибыли по стоимости акционерного капитала.

$$V_U = \frac{CF_U}{k_{eu}} = \frac{EBIT(1 - r_{tc})}{k_{eu}}.$$

Для нахождения рыночной стоимости компании  $G$  надо капитализировать ее денежный поток отдельно по его составляющим. По мнению Модильяни и Миллера, поскольку фирмы находятся в одном классе риска, поток регулярных поступлений в фирму  $G$  (первое слагаемое в формуле (4.20)) должен капитализироваться по той же ставке  $k_{eu}$ .

Что касается второго слагаемого, то оно непосредственно связано с заемными средствами и будет иметь место до тех пор, пока компания выплачивает проценты по этим средствам. Поэтому денежный поток, представленный экономией на налогах, обусловленной выплатой процентов, должен капитализироваться по ставке  $k_{dc}$ . Таким образом, рыночная стоимость компании  $G$  находится по формуле

$$V_G = \frac{EBIT(1-r_{tc})}{k_{eu}} + \frac{r_{tc}k_{dc}D}{k_{dc}} = V_U + r_{tc}D. \quad (4.22)$$

### Доказательство 2

Рыночная оценка собственного капитала компании  $G$  рассчитывается по формуле

$$E = \frac{(EBIT - k_{dc}D)(1-r_{tc})}{k_{eg}},$$

или

$$k_{eg} = \frac{EBIT(1-r_{tc}) - k_{dc}D(1-r_{tc})}{E}. \quad (4.23)$$

Из формулы (22.22) следует, что

$$EBIT(1-r_{tc}) = (V_G - r_{tc}D)k_{eu}.$$

Подставляя полученное выражение в (4.23) и помня, что для финансово зависимой компании  $V_G = E + D$ , после несложных преобразований получим требуемую формулу.

$$\begin{aligned} k_{eg} &= \frac{(E+D)k_{eu} - r_{tc}Dk_{eu} - k_{dc}D + r_{tc}Dk_{dc}}{E} = \\ &= k_{eu} + (k_{eu} - r_{tc}k_{eu} - k_{dc} + r_{tc}k_{dc})\frac{D}{E} = k_{eu} + (k_{eu} - k_{dc})(1-r_{tc})\frac{D}{E}. \end{aligned}$$

Исходя из доказанных утверждений, легко показать, что средневзвешенная стоимость капитала финансово зависимой компании уменьшается с ростом финансового левиреджа. Действительно, учитывая, что стоимость заемного капитала должна браться для расчета с поправкой на налоги, по формуле (4.10) имеем

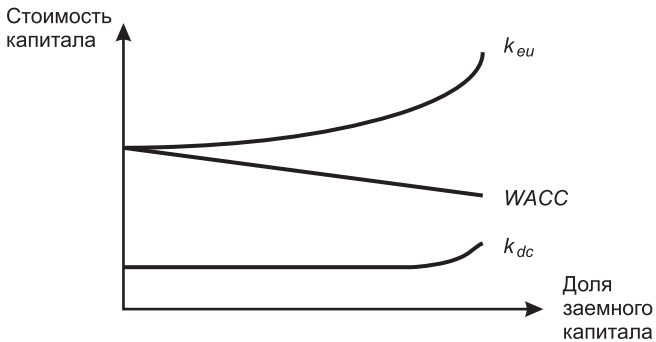
$$\begin{aligned} WACC &= k_{eg}\frac{E}{E+D} + k_{dc}(1-r_{tc})\frac{D}{E+D} = k_{eu}\frac{E}{E+D} + k_{eu}(1-r_{tc})\frac{D}{E+D} - \\ &- k_{dc}(1-r_{tc})\frac{D}{E+D} + k_{dc}(1-r_{tc})\frac{D}{E+D} = k_{eu}\frac{E}{E+D} + k_{eu}\frac{D}{E+D} - k_{eu}r_{tc}\frac{D}{E+D}. \end{aligned}$$

Таким образом,

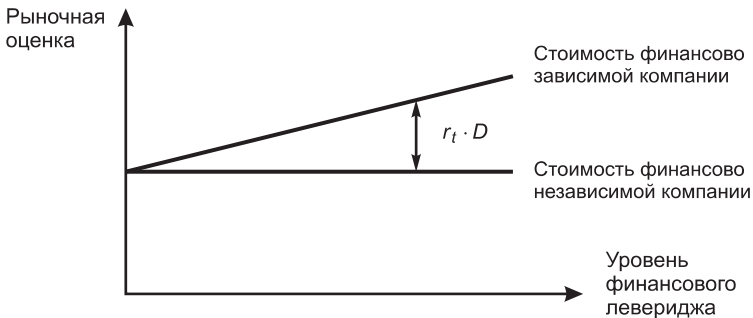
$$WACC = k_{eu} - k_{eu}r_{tc}\frac{D}{E+D}. \quad (4.24)$$

Из приведенной формулы видно, что в условиях предпосылки о наличии налогов появление заемных средств в структуре источников сопровождается снижением средневзвешенной стоимости капитала, а рост финансового левериджа приводит к уменьшению WACC.

Зависимость между показателями рыночной стоимости фирмы, стоимости капитала и структуры источников при наличии налогов изображена на рис. 4.11 и 4.12.



**Рис. 4.11. Зависимость стоимости и структуры капитала в условиях предпосылки о наличии налогов согласно теории Модильяни—Миллера**



**Рис. 4.12. Зависимость рыночной стоимости фирмы и структуры ее источников в условиях предпосылки о наличии налогов согласно теории Модильяни—Миллера**

Из приведенных утверждений, в частности, (4.18) и (4.24), следует, что рыночная стоимость компании увеличивается с ростом финансового левериджа и теоретически достигает максимума при 100%-ном финансировании за счет заемного капитала. Что касается стоимости собственного капитала, то ее значение растет, но меньшими темпами, чем в условиях предпосылки об отсутствии налогов.

Несложно вывести полезную для анализа связь между рыночной стоимостью компании, ее прибылью и средневзвешенной стоимостью

капитала. Действительно, так как  $V_G = E + D$ , формулы (4.22) и (4.24) соответственно можно преобразовать следующим образом:

$$k_{eu} = \frac{EBIT(1 - r_{ic})}{V_G - r_{ic}D}; k_{eu} = \frac{WACC}{1 - \frac{r_{ic}D}{V_G}}$$

Приравняв правые части этих формул и сделав простейшие преобразования, получим

$$V_G = \frac{EBIT(1 - r_{ic})}{WACC}. \quad (4.25)$$

Формула (4.25) дает наглядное представление о ключевых факторах, определяющих рыночную стоимость компании; таковыми являются операционная прибыль, средневзвешенная стоимость капитала и уровень налогов. Первые два фактора поддаются прямому регулированию со стороны компании, а последний – лишь косвенному. Повышение прибыли и снижение затрат на поддержание источников капитала способствуют повышению рыночной стоимости компании, а значит, и росту благосостояния ее владельцев. Что касается последнего фактора, то компания не может напрямую влиять на систему налогообложения, которая находится в компетенции государственных органов.

Многие страны имеют возможности косвенного влияния, наиболее известными из которых являются налоговые гавани, дифференциация компаний по налоговым льготам, некоторые специальные методы налогового планирования и др. Налоговые гавани представляют собой страны или территории с очень низкими налоговыми ставками или полным освобождением от налогов; их насчитывается более 70. Среди них Антильские острова, Багамские острова, Гонконг и др. Что касается специальных методов налогового планирования, то в качестве примера можно привести практику заключения договоров финансовой аренды (лизинга). Так, в США многие преуспевающие компании учреждают собственные лизинговые компании, с которыми заключают договоры аренды, позволяющие уменьшить налогооблагаемую прибыль по сравнению с амортизацией основных средств в случае обычного их приобретения [Бригхем, Гапенски, т. 2, с. 136–138]. Налоговые льготы по лизинговым операциям предусмотрены и российским законодательством.

Для иллюстрации основных положений теории Модильяни–Миллера рассмотрим пример.

### Пример

Компания работает в стабильном режиме, и ее ожидаемая годовая чистая операционная прибыль составит 1,5 млн долл. Поскольку амор-

тизационных отчислений хватает для поддержания основных средств в нужном состоянии, а расширения деятельности не планируется, то вся прибыль может выплачиваться в виде дивидендов. Компания полностью финансируется за счет собственных средств, а требуемая доходность собственного капитала составляет 10%, тем не менее имеется возможность привлекать заемный капитал в неограниченных объемах по ставке 7%. В случае привлечения заемного капитала общая величина активов наращиваться не будет, т. е. заемный капитал будет замещать собственный. Проанализировать целесообразность снижения доли собственного капитала до 60% (в рыночной оценке), рассчитав при этом значения средневзвешенной стоимости капитала и рыночной стоимости компании, если налоги отсутствуют; компания облагается налогами по ставке 32%.

### Решение

*Налоги отсутствуют*

Согласно теории Модильяни–Миллера структура источников не влияет на рыночную стоимость компании, которая может быть найдена по формуле (4.15).

$$V_U = V_G = \frac{1,5 \text{ млн долл.}}{0,10} = 15 \text{ млн долл.}$$

Если компания привлечет заемный капитал в сумме 6 млн долл. (40% · 15 млн долл.), то стоимость собственного капитала изменится и может быть найдена по формуле (4.16).

$$k_{eg} = k_{eu} + (k_{eu} - k_{dc}) \frac{D}{E} = 10\% + \frac{(10\% - 7\%) \cdot 6}{9} = 12\%.$$

Добавка в 2% отражает компенсацию за возрастание финансового риска.

Значение средневзвешенной стоимости капитала при отсутствии заемного финансирования совпадает с  $k_{eu}$ , т. е. равно 10%; в случае привлечения внешних источников средств оно рассчитывается по формуле (4.10).

$$WACC = 12\% \cdot \frac{9}{15} + 7\% \cdot \frac{6}{15} = 10\%,$$

т. е. действительно остается без изменения.

*Компания облагается налогами*

Прежде всего необходимо отметить, что по сравнению с предыдущей ситуацией рыночная стоимость компании понижается в связи со снижением доходов, доступных к распределению среди инвесторов. Действительно, по формуле (4.19)

$$E = V_U = EBIT \frac{1 - r_{tc}}{k_{eu}} = 10,2 \text{ млн долл.}$$

Если фирма привлечет заемный капитал в размере 4,08 млн долл. ( $40\% \cdot 10,2$  млн долл.), ее рыночная стоимость согласно формуле (4.22) увеличится и составит

$$V_G = V_U + r_{tc}D = 10,2 + 32\% \cdot 4,08 = 11,5 \text{ млн долл.}$$

Следовательно, рыночная оценка ее акционерного капитала равна

$$11,5 - 4,08 = 7,42 \text{ млн долл.}$$

По формуле (4.20)

$$k_{eg} = 10\% + (10\% - 7\%) \cdot \frac{4,08}{7,42} \cdot 68\% = 11,12\%.$$

Значение WACC можно рассчитать двумя способами: по формуле (4.10)

$$WACC = 11,12\% \cdot \frac{7,42}{11,5} + 7\% \cdot 0,68 \cdot \frac{4,08}{11,5} = 8,86\%;$$

по формуле (22.24)

$$WACC = 10\% - 10\% \cdot 32\% \cdot \frac{4,08}{11,5} = 8,86\%.$$

Таким образом, при наличии налогов рыночная стоимость компании возрастает, а значение WACC снижается. Структурные изменения в составе источников целесообразны.

Мы рассмотрели ключевые моменты теории Модильяни–Миллера для двух основных ситуаций. В 1976 г. Миллером была представлена модель, описывающая влияние финансового левериджа на рыночную стоимость компании с учетом действия налогов как на юридических, так и на физических лиц [Miller, 1977]. Миллер показал, что в этом случае рыночная стоимость финансово независимой и финансово зависимой компаний могут быть найдены по формулам соответственно

$$V_U = \frac{EBIT(1 - r_{tc})(1 - r_{tps})}{k_{eu}}; \quad (4.26)$$

$$V_G = V_U + \left[ 1 - \frac{(1 - r_{tc})(1 - r_{tps})}{1 - T_{tpd}} \right] D, \quad (4.27)$$

где  $r_{tc}$  – ставка налога на прибыль фирмы;

$r_{tps}$  – ставка налога на доходы физических лиц от владения акциями;

$r_{tpd}$  – ставка налога на доходы физических лиц от владения облигациями<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Различие между показателями  $r_{tps}$  и  $r_{tpd}$  определяется тем, что в США доход от прироста капитала, имеющий место при владении акциями, а также доход, получаемый в виде процентов и дивидендов, облагаются налогом по разным ставкам. Поэтому  $r_{tps}$  находится по формуле средневзвешенной арифметической.

Модель (4.23) известна как модель Миллера.

Несмотря на свою привлекательность и логичность, с позиции математического обоснования зависимостей между стоимостью компании и структурой ее капитала, теория Модильяни–Миллера постоянно испытывает довольно суровую критику со стороны оппонентов. Эта критика касается правомерности предпосылок, сделанных в рамках данной теории. В частности, подвергается сомнению идентичность категорий корпоративного и личного финансового левериджей, указывается на неправомочность игнорирования брокерских расходов, затрат, связанных с изменением ситуации в отношении возможного банкротства, и агентских издержек; отмечается необоснованность предпосылки о возможности компаний привлекать заемные средства по безрисковой ставке.

Проблема здесь очевидна. Повышение доли заемных средств приводит к увеличению риска банкротства и, следовательно, к появлению так называемых *затрат финансовых затруднений* (Costs of Financial Distress), выражающихся в прямых затратах, связанных с ликвидацией компании в случае ее банкротства. Эти затраты могут быть весьма существенными. В статье известного специалиста в области прогнозирования банкротства Э. Алтмана приводятся результаты выборочного обследования 26 обанкротившихся фирм, которые показывают, что затраты, связанные с банкротством, нередко превышают 20% стоимости компании [Altman, 1984]. Кроме того, увеличивающаяся вероятность банкротства влияет не только на отношение инвесторов по поводу ожидаемой доходности, что может существенно изменить стоимость того или иного источника средств, но и на текущие прибыли компании.

Точно так же нельзя игнорировать *агентские издержки*, которые проявляются двояко в результате взаимоотношений {владелец компании – управленческий персонал} и {акционеры – держатели облигаций и прочие инвесторы}. Первый тип издержек вызван тем, что интересы владельцев компании и ее управленческого персонала не обязательно совпадают, что приводит к необходимости создания систем контроля, т. е. к очевидным издержкам. Второй тип издержек обусловлен возможностью принимать решения в интересах акционеров, но в ущерб прочим инвесторам. В качестве примера можно привести решение о повторном займе, обеспеченном теми же активами, что и первый. Очевидно, что в этом случае держатели облигаций первого выпуска сталкиваются с увеличением риска своих финансовых активов и могут нести косвенные, а при некоторых обстоятельствах – и прямые убытки.

Проблема учета агентских издержек сложна с позиции не только их классификации и идентификации, но прежде всего формализации

процедур оценки их величины. Очевидно, что эта оценка в высшей степени субъективна, причем уровень субъективизма определяется как политикой владельцев и руководства компании в отношении проблемы агентских отношений, так и возможностями аналитиков компании формировать требуемую информационную базу и применять соответствующий математический аппарат. Значительный вклад в разработку этой концепции сделан М. Дженсенем и У. Меклингом в рамках теории фирмы [Jensen, Meckling, 1976].

С позиции практиков абсурдным представляется очевидное следствие из теории Модильяни–Миллера о том, что для максимизации своей рыночной стоимости фирмы должны прибегать к 100%-ному заемному финансированию, чего не может быть. Следовать рекомендациям этой теории в строгом смысле практически невозможно. Поэтому были предложены некоторые подходы, позволяющие учесть влияние затрат, связанных с возможным банкротством, и агентских издержек. Эти подходы, безусловно, не дают формализованных зависимостей и основаны на субъективных оценках возможных расходов.

Развитие теории Модильяни–Миллера в плане учета агентских издержек и затрат, связанных с банкротством, привело к появлению так называемой *компромиссной модели* (Tradeoff Model). В общем виде эта модель может быть представлена следующим образом (подробнее см.: [Бригхем, Гапенски, т. 1, с. 386–392]):

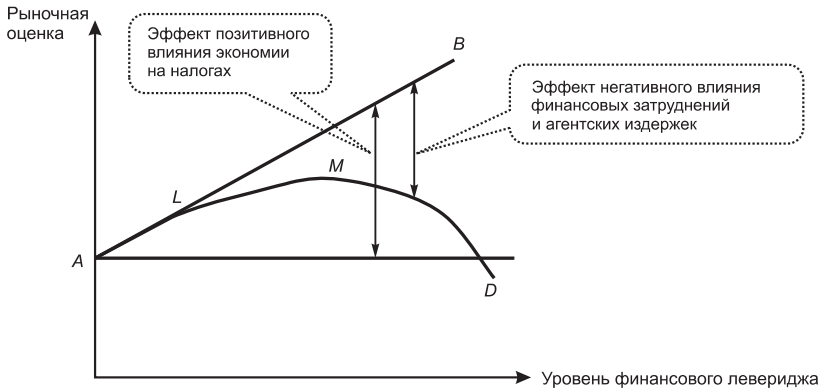
$$V_G = V_U + r_{ic}D - PV_{FD} - PV_{AC}, \quad (4.28)$$

где  $PV_{FD}$  – дисконтированная стоимость ожидаемых затрат финансовых затруднений;

$PV_{AC}$  – дисконтированная стоимость ожидаемых затрат, связанных с агентскими отношениями.

Логика модели, описываемой формулой (4.28), такова. Привлечение заемных средств на определенном этапе способствует повышению рыночной стоимости компании, т. е. является вполне оправданным. Однако по мере роста финансового левериджа появляются и возрастают затраты, обусловленные увеличением риска возможных финансовых затруднений и агентскими отношениями. Эти затраты нивелируют положительный эффект заемного финансирования, т. е. при достижении некоторого критического уровня доли заемных средств, при котором рыночная стоимость компании максимальна, любое решение, связанное с дальнейшим снижением доли собственного капитала, приводит лишь к ухудшению положения компании на рынке капитала. Эта зависимость может быть представлена следующим образом (рис. 4.13).





**Рис. 4.13. Изменение рыночной стоимости фирмы**

Точка  $A$  на оси ординат соответствует рыночной стоимости  $V_U$  финансово независимой компании. Прямая  $AB$  характеризует изменение идеальной рыночной стоимости финансово зависимой компании по мере увеличения доли заемных средств в соответствии с моделью (4.18). Кривая  $AD$  отражает изменение реальной рыночной стоимости компании в соответствии с моделью (4.28). Из рисунка видно, что при незначительных уровнях финансового левериджа кривая  $AD$  совпадает с прямой  $AB$ , т. е. негативного влияния затрат финансовых затруднений и агентских издержек нет. При некотором уровне финансового левериджа, соответствующего точке  $L$ , это влияние начинает сказываться и графики расходятся. Кривая  $AD$  представляет собой выпуклую вверх кривую, она имеет максимум в точке  $M$ , характеризующей долю заемных средств, превышение которой приводит к снижению рыночной стоимости компании ввиду увеличивающихся ускоренными темпами затрат – финансовых затруднений и агентских издержек.

Модель (4.28) приближена к реальным условиям, однако применять ее весьма непросто. Поэтому параллельно с разработкой рассмотренных моделей приводились рекомендации по управлению структурой капитала, основанные на обобщении практики крупных компаний. Еще одно направление исследований связано с идентификацией дополнительных факторов, имеющих критическое значение при принятии решений в отношении структуры капитала. Необходимо упомянуть о работах С. Майерса, известных как теория асимметричной информации в приложении к оптимизации структуры капитала [Myers, 1984]. Суть этой теории в том, что управленческий персонал компании обычно обладает информацией, недоступной другим заинтересованным лицам или становящейся доступной лишь с определенным временным лагом. Подобная асимметричность информации может оказы-

вать существенное влияние на принятие решений в отношении структуры капитала. Учитывая это, многие компании предпочитают сохранять *резервный заемный потенциал* (Reserve Borrowing Capacity) как способность фирмы в случае необходимости привлекать заемный капитал в требуемых объемах и на приемлемых условиях, по крайней мере не худших, чем в среднем на рынке. Суть проблемы такова.

Любая фирма периодически и на более или менее длительный период нуждается в заемных средствах. Вместе с тем наращивание объемов заемного финансирования влечет повышение финансового риска как вероятности возникновения осложнений во взаимоотношениях с лендерами и кредиторами. Например, фирма в свое время получила от банка крупный кредит на производство новой продукции, однако эта продукция не пользуется спросом, дополнительных поступлений нет, а гасить проценты и накапливать средства для возврата банку необходимо. Как результат – финансовые проблемы, которые могут оказаться катастрофическими. Отсюда следует очевидный вывод: повышение доли заемного капитала в долгосрочных источниках снижает планку резервного заемного потенциала и (или) приводит к удорожанию вновь привлекаемых источников. Это касается как заемного, так и собственного капитала. Значимый уровень финансового леввериджа практически сводит на нет шансы фирмы получить заемное финансирование на благоприятных условиях. Отсюда вывод: исходя из принципа осторожности, надо поддерживать такой уровень финансовой зависимости, чтобы в критические моменты иметь возможность воспользоваться заемным капиталом.

Отсюда возникает важное понятие – *целевая структура капитала* (Target Capital Structure) как долевое соотношение долгосрочных источников финансирования, которое, по мнению руководства фирмы, минимизирует средние затраты по ее поддержанию, следовательно, максимизирует стоимость фирмы и одновременно оставляет возможность привлечения источников финансирования на приемлемых условиях и на продолжительный период времени. Эта структура, означающая, сколько рублей заемного капитала целесообразно иметь на один рубль собственного капитала, складывается в ходе оптимизации работы фирмы и при ее достижении означает, что по мере наращивания собственного капитала (т. е. в ходе реинвестирования прибыли) фирма в соответствующей пропорции может безболезненно привлекать дополнительный заемный капитал. Уровень финансового леввериджа не меняется, не меняется и финансовый риск, свойственный фирме.

Количественного критерия оценки резервного заемного потенциала не существует. Возможность привлекать капитал от третьих лиц зависит от многих условий, три из которых являются основными: это текущий уровень финансовой зависимости от кредиторов, авторитет

и «имя» заемщика, уровень и стабильность фактической и ожидаемой прибыли. Эти условия акцентированно выражаются следующей тенденцией: займы дают только богатым.

В полном объеме описанные методики могут быть реализованы лишь при наличии развитого рынка ценных бумаг и статистики о нем. Ни того, ни другого в России нет. Кроме того, удельный вес акционерных предприятий, котирующих свои ценные бумаги на рынке, также невелик. Тем не менее понимание финансового механизма функционирования капитала представляет безусловный интерес для бизнесменов любого уровня.

## **4.6. Оценка стоимости источников краткосрочного финансирования**

Понятие стоимости источника имеет значимость прежде всего при определении политики стратегического финансирования фирмы, поскольку затраты на поддержание структуры капитала необходимо будет нести в течение длительного периода, т. е. ожидаемые доходы должны быть достаточными, как минимум, для покрытия этих затрат. Однако стоимость источника имеет значимость и при управлении краткосрочными активами и источниками финансирования, например дебиторской и кредиторской задолженностями.

Помимо собственных средств, основными источниками финансирования текущей деятельности (т. е. оборотных активов) выступают краткосрочные пассивы (кредиторская задолженность и банковские кредиты). Задолженность перед контрагентами обычно доминирует в составе краткосрочных пассивов, причем оценка стоимости этого источника, как правило, не выполняется, поскольку он рассматривается как бесплатный. Определенный смысл в этом, безусловно, есть, особенно если принять во внимание традиционную для отечественных предприятий необязательность в расчетах с контрагентами. По мере развития рыночной экономики, внедрения новых форм расчетов, повышения правовой культуры и договорной дисциплины ситуация будет меняться; естественным образом возникнет и необходимость в применении некоторых методов оценки относительных затрат и упущенных выгод при планировании и анализе схем взаимодействия с контрагентами по текущим операциям.

### **4.6.1. Оценка стоимости источника «Краткосрочная кредиторская задолженность»**

Сделать качественную оценку стоимости источника «Краткосрочная кредиторская задолженность» сложно; это может быть выполнено лишь в рамках внутреннего анализа, поскольку требуется дополни-

тельная информация о составе задолженности и условиях заключения договоров с поставщиками, структура источников может ощутимо варьировать и т. п. Поэтому рассмотрим общие подходы к такой оценке. (Заметим, в частности, что мы не будем делать поправку на влияние налогов. Читателю не представит труда сделать это самостоятельно.)

*Кредиторская задолженность* – это средства стороннего лица, находящиеся во временном пользовании у фирмы. Относительное увеличение кредиторской задолженности имеет двоякий эффект. С одной стороны, эта тенденция представляется благоприятной, поскольку у предприятия появляется дополнительный бесплатный источник финансирования. Действительно, представим себе две ситуации возможного финансирования купленного сырья: поставщик соглашается с отсрочкой платежа, т. е. в балансе появляется кредиторская задолженность; поставщик требует немедленной оплаты, и поскольку у предприятия нет свободных средств, оно вынуждено взять краткосрочную ссуду в банке. Очевидно, что во втором случае у предприятия появляются дополнительные расходы. С другой стороны, чрезмерное увеличение кредиторской задолженности чрезвычайно опасно ввиду риска возможного банкротства.

Очевидно, что с позиции платности источника кредиторская задолженность неоднородна: задолженность по заработной плате является бесплатным источником, поскольку невыплата в срок заработной платы обычно не грозит владельцам предприятия и его администрации прямыми расходами финансового характера или упущенной выгодой. Иное дело – кредиторская задолженность по товарным операциям (название условное, под ним понимается задолженность перед поставщиками и подрядчиками за товары, работы, услуги). В условиях рыночной экономики весьма распространена практика дифференциации величины платежа за поставленное сырье и материалы в зависимости от сроков оплаты: быстрая оплата счетов сопровождается предоставлением скидки. Если такая схема расчетов применяется на данном предприятии, то его обоснованная, или нормальная, кредиторская задолженность по товарным операциям разделяется на две части: задолженность, по которой можно получить скидку за относительно раннюю оплату, и задолженность, по которой срок возможного получения скидки закончился, т. е. платеж должен быть сделан в полном объеме. Именно во втором случае возникает дополнительный источник финансирования, стоимость которого можно оценить.

Предположим, что предприятие имеет одного поставщика, у которого покупает сырье на 18 млн руб. в год. Договором поставки предусматривается 3%-ная скидка в случае оплаты полученного сырья в течение 10 дней; максимальный срок оплаты – 45 дней. Очевидно, что

предприятие стоит перед выбором: рассчитаться с поставщиком на 10-й день с момента поставки и получить при этом скидку, т. е. сократить расходы на оплату сырья, или отказаться от скидки, т. е. максимально оттянуть оплату (рассчитываться на 45-й день). В первом варианте сокращаются расходы, во втором случае в течение 35 дней предприятие имеет дополнительный источник средств в виде кредиторской задолженности. Какой вариант выгоднее?

Чтобы ответить на этот вопрос, надо рассчитать стоимость дополнительного источника и сравнить ее со стоимостью доступного альтернативного источника, например краткосрочной банковской ссуды. Стандартная схема расчета такова.

Если предприятие воспользуется предоставленной скидкой, его ежедневная задолженность перед поставщиком составит

$$18\,000 \text{ тыс. руб.} \cdot (100\% - 3\%): 360 \text{ дн.} = 48,5 \text{ тыс. руб.}$$

Поскольку оплата делается на 10-й день, средняя величина кредиторской задолженности будет равна 485 тыс. руб. ( $48,5 \text{ тыс. руб.} \cdot 10 \text{ дней}$ ).

При отказе от скидки возможно оплачивать счета поставщика на 45-й день с момента поставки, т. е. кредиторская задолженность возрастет до 2182,5 тыс. руб. ( $48,5 \text{ тыс. руб.} \cdot 45 \text{ дней}$ ). Появление дополнительного кредита в сумме 1697,5 тыс. руб. ( $2182,5 \text{ тыс. руб.} - 485,0 \text{ тыс. руб.}$ ) сопровождается дополнительными расходами в сумме непополненной скидки, равной 540 тыс. руб. ( $18\,000 \text{ тыс. руб.} \cdot 3\% : 100\%$ ). Таким образом, стоимость источника «Дополнительная кредиторская задолженность» равна 31,8% ( $540 \text{ тыс. руб.} : 1697,5 \text{ тыс. руб.} \cdot 100\%$ ).

Действия финансового менеджера предприятия должны быть таковы. Прежде всего надо воспользоваться бесплатным кредитом, т. е. оплачивать счета поставщика не ранее чем на 10-й день. Что касается выбора «воспользоваться скидкой, т. е. делать оплату на 10-й день, или отказаться от скидки, т. е. делать оплату на 45-й день», то здесь нужен анализ по приведенной схеме. Вывод по его результатам очевиден: если есть возможность получать краткосрочную банковскую ссуду по ставке, меньшей 31,8%, то отказ от предоставляемой скидки не является экономически выгодным.

Приведенные расчеты показывают, что дополнительная кредиторская задолженность является весьма дорогим источником. Не случайно большинство компаний, особенно крупных, имеющих солидные обороты, предпочитают пользоваться схемами предоставления (получения) скидок. Этим объясняется повсеместное использование подобных схем в мировой практике.

Несложно формализовать приведенные расчеты. Стоимость источника «Краткосрочная кредиторская задолженность» в случае отказа от опции рассчитывается по следующей формуле:

$$k_{cr} = \frac{d}{100 - d} \frac{360}{n - k} 100\%, \quad (4.29)$$

где  $d$  – скидка, которую можно получить, оплатив товар в течение  $k$  дней, %;  
 $n$  – число дней, в течение которых товар подлежит обязательной оплате.

#### 4.6.2. Оценка стоимости источника «Краткосрочный банковский кредит»

Расчет относительных затрат по использованию краткосрочных кредитов банка для финансирования текущей деятельности, на первый взгляд, не представляет трудности и сводится к использованию процентной ставки. На самом деле ситуация не столь очевидна.

Отметим прежде всего, что слишком большой акцент на краткосрочные банковские кредиты считается рискованным. Выделяют две причины.

Хотя ставка по краткосрочному кредиту обычно ниже, чем по долгосрочному, последняя более стабильна. В литературе приводят примеры из опыта экономически развитых стран, когда в 1980-е гг. процентная ставка по краткосрочным кредитам, предоставляемым крупным компаниям, в течение двухлетнего периода увеличилась с 6,25 до 21%, т. е. более чем утроилась (см.: [Бригхем, Гапенски, т. 2, с. 270]). Это повлекло серию банкротств, в частности, среди компаний, делавших ставку в своей стратегии финансирования на краткосрочные кредиты.

Нередко краткосрочные кредиты берутся с условием их пролонгирования. Ухудшение финансового положения кредитора или какие-то другие обстоятельства могут кардинально изменить его отношение к заемщику по поводу такого пролонгирования. Если предприятие не сможет оперативно изыскать источники финансирования, это может повлечь приостановку текущей деятельности или, в худшем случае, инициирование процедуры банкротства.

Следует отметить, что при расчетах стоимости источника «Краткосрочный банковский кредит» более правильно учитывать не номинальную, а эффективную годовую ставку. Дело в том, что договором с банком могут предусматриваться разные схемы кредитования. Во всех схемах обычно фигурирует номинальная годовая процентная ставка, которая, как мы знаем, далеко не всегда отражает реальные относительные затраты предприятия, связанные с данным кредитом. (Обращаем внимание читателя, что под термином «реальные затраты» понимается не фактически уплачиваемая банку сумма процентов, которая, естественно, остается неизменной независимо от алгоритма расчета ставки, а теоретическая ставка, учитывающая временную стоимость денег.)

Для подтверждения сказанного рассмотрим три типовые схемы расчета и выплаты процентов за пользование банковскими кредитами,

получившие широкое распространение в международной практике и известные как техника регулярного, дисконтного и добавленного процента. Применение того или иного расчета существенно сказывается на величине эффективной годовой ставки.

**Регулярный процент** (Regular Interest, Simple Interest). Заемщик получает номинальную сумму и возвращает одновременно проценты и основную сумму долга. Приведем пример.

Предприятие получило кредит от банка в размере 100 тыс. руб. под 16% годовых. Если это годовой кредит, данная процентная ставка отражает стоимость источника. (Здесь и далее в этом разделе мы не делаем поправку на ставку налогообложения; сделать это несложно путем умножения процентной ставки на множитель  $(1 - r_t)$ , как это было показано выше.) Однако если ссуда краткосрочная, надо пользоваться не номинальной, а эффективной ставкой. Действительно, если ссуда взята, например, на 3 мес., то эффективная ставка  $r_e$  находится по формуле (2.14)

$$r_e = \left(1 + \frac{r}{m}\right)^m - 1 = \left(1 + \frac{0,16}{4}\right)^4 - 1 = 0,17, \text{ или } 17\%.$$

Причина перехода к эффективной ставке очевидна: текущая деятельность предполагает ее непрерывность, т. е. по истечении квартала вновь возникнет необходимость в пролонгировании кредита. В этом случае применяется схема сложных процентов.

**Дисконтный процент** (Discount Interest). Сумма процентов за пользование кредитом удерживается банком в момент заключения договора, т. е. заемщик получает сумму за вычетом процентов. Во-первых, меняется реальная величина относительных расходов по данной ссуде; во-вторых, для получения требуемой суммы заемщику придется увеличивать величину кредита.

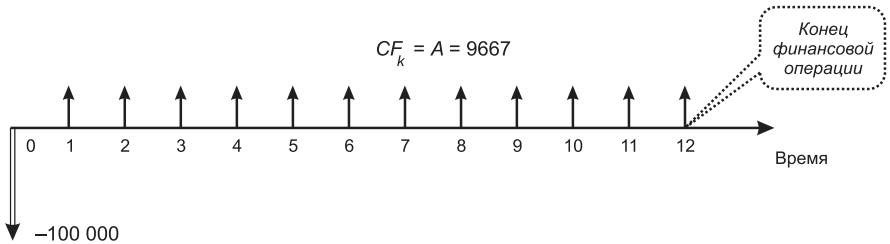
Предположим, что в условиях предыдущего примера договором предусматривается удержание банком начисленных процентов в момент выдачи ссуды. Заемщик получит от банка 84 000 руб., за которые заплатит 16 000 руб. Поэтому стоимость этого источника будет равна 19% (16 000 тыс. руб. : 84 000 тыс. руб. · 100%). В случае годовой ссуды эта ставка будет и номинальной, и эффективной. Если ссуда взята на 3 мес. и необходимо ее пролонгирование, то реальную оценку стоимости источника дает эффективная годовая ставка

$$r_e = \left(1 + \frac{r}{m}\right)^m - 1 = \left(1 + \frac{0,19}{4}\right)^4 - 1 = 0,204, \text{ или } 20,4\%.$$

**Добавленный процент** (Add-On Interest). Общая сумма, состоящая из основного долга и начисленных за весь период процентов, погашается равными платежами, например ежемесячными или ежеквар-

тальными. Это самые невыгодные условия, поскольку сумма кредита постоянно уменьшается, т. е. эффективная годовая ставка очень высока.

Рассмотрим тот же пример. Допустим, что годовая ссуда выдана на условиях добавленного процента; сумма начисленных процентов равна 16 000 руб.; погашение общей задолженности должно проводиться равными суммами в конце очередного месяца. Сумма месячного платежа равна 9667 руб. (116 000 руб.: 12). В этом случае мы имеем денежный поток в виде аннуитета постнумерандо с равными платежами  $A = 9667$  руб. (рис. 4.14).



**Рис. 4.14. Денежный поток при получении кредита на условиях добавленного процента**

Процентная ставка, отвечающая данному потоку, представляет собой  $IRR$  денежного потока, который легко найти по формуле дисконтированной стоимости аннуитета постнумерандо (2.6).

$$100000 = 9667 FM_4(r\%, 12), \text{ отсюда } r_m = IRR = 2,361\% .$$

Найдена месячная ставка; переход к годовой ставке выполняется с помощью формулы сложных процентов:

$$r_e = (1 + r_m)^m - 1 = (1 + 0,02361)^{12} - 1 = 0,323, \text{ или } 32,3\% .$$

Годовую ставку можно было найти, не прибегая к схеме аннуитета. Последовательность рассуждений в этом случае такова. Заемщик имеет в начале года кредит в сумме 100 тыс. руб., который постепенно гасится с тем расчетом, чтобы к концу года задолженность перед банком была равна нулю. Поскольку погашение идет равномерно, относительные затраты на поддержание и погашение такого источника, т. е. его стоимость, можно найти делением выплаченных процентов на среднюю сумму кредита, равную, естественно, 50 тыс. руб.

$$\frac{16000}{50000} \cdot 100\% = 32\% .$$

Итак, расчеты показывают, что реальные относительные затраты вдвое превышают затраты, выраженные номинальной ставкой.



Рассмотренными примерами не исчерпывается многообразие условий, оговариваемых в кредитных договорах. В частности, вполне обыденным в практике кредитования является условие банка о поддержании заемщиком так называемого компенсационного остатка, когда заемщик, получая кредит, обязывается держать в банке на счете определенную его долю, чаще всего выраженную в процентах к сумме полученного кредита. Чем более сложные условия оговариваются в кредитном договоре, тем более существенно может отличаться номинальная процентная ставка от эффективной. Сделанные замечания всегда следует иметь в виду финансовому менеджеру, анализируя и планируя расходы по финансовому обеспечению текущей деятельности.

### **Материалы для самостоятельной работы**

**Дайте определение следующим ключевым понятиям:** стоимость источника финансирования, стоимость капитала, доналоговая и посленалоговая стоимость долгосрочного источника финансирования, средневзвешенная стоимость капитала, предельная стоимость капитала, кривая обучаемости, маргинальные затраты, рыночная капитализация, стоимость фирмы, совокупная рыночная стоимость фирмы, теория Модильяни–Миллера, принцип «пирога», затраты финансовых затруднений, агентские издержки, компромиссная модель, резервный заемный потенциал, целевая структура источников финансирования, стоимость краткосрочного источника финансирования.

### **Вопросы для обсуждения**

1. В каких единицах измеряется капитал, стоимость капитала?
2. Можно ли провести различие между терминами «стоимость капитала» и «цена капитала»?
3. Разнятся ли по стоимости разные источники финансирования? Если да, то в чем причина?
4. К каким источникам и почему относятся доналоговая и посленалоговая стоимость источника?
5. Поясните экономический смысл процентной ставки по бессрочной облигации с позиции: (а) фирмы-эмитента, (б) собственника фирмы-эмитента, (в) облигационера.
6. В чем смысл платности источника средств? Есть ли в фирме бесплатные источники финансирования? Если да, то приведите примеры и сделайте обоснование бесплатности. Каков удельный вес подобных источников?
7. Каковы алгоритмы исчисления стоимости отдельных источников? Насколько они реализуемы?
8. Какая модель – Гордона или CAPM, на ваш взгляд, более предпочтительна для исчисления стоимости источника? Какого источника?
9. Можно ли упорядочить значения стоимостей отдельных источников?
10. Как исчисляется средневзвешенная стоимость капитала? Зачем она нужна?

11. Значение *WACC* инерционно или переменчиво? Приведите аргументы.
12. Поясните логику изменения графика предельной стоимости капитала.
13. Каково различие в понятиях «стоимость фирмы» и «совокупная рыночная стоимость фирмы»?
14. Есть ли различие в понятиях «рыночная капитализация» и «стоимость фирмы»?
15. Есть ли различие в понятиях «финансовая структура фирмы» и «структура капитала фирмы»?
16. В чем различие между традиционным подходом и подходом Модильяни–Миллера в отношении структуры и стоимости капитала?
17. Изложите суть базовых утверждений в теории Модильяни–Миллера. Как эволюционировала эта теория?
18. Как сказываются затраты финансовых затруднений и агентские издержки на средневзвешенной стоимости капитала?
19. Что такое резервный заемный потенциал? Каковы факторы его изменения?
20. Что понимается под целевой структурой источников финансирования? Опишите логику управления ею.
21. В чем смысл оценки стоимости краткосрочных источников финансирования? В отношении каких источников эта процедура имеет особое значение и почему?
22. Изложите экономический смысл алгоритма расчета стоимости источника «Краткосрочная кредиторская задолженность».
23. Какие типовые схемы расчета и выплаты процентов за пользование банковскими кредитами вы знаете? Какое отношение они имеют к оценке стоимости источников?
24. Рассмотрите схемы расчета и выплаты процентов за пользование банковскими кредитами с позиции: (а) кредитора, (б) заемщика. Какая схема более выгодна (менее выгодна) в каждом варианте?

## **Глава 5**

### **ПОЛИТИКА ВЫПЛАТЫ ДИВИДЕНДОВ**

После изучения этой главы вы сможете получить представление:

- о сущности дивиденда как экономической категории;
- взаимосвязи прибыли и дивидендов;
- возможности оптимизации дивидендной политики;
- теориях дивидендов;
- ключевых факторах, определяющих дивидендную политику;
- технике выплаты дивидендов.

#### **5.1. Дивиденды и прибыль: логика взаимосвязи**

Дивидендная политика, как и управление структурой капитала, оказывает существенное влияние на положение компании на рынке капитала, в частности на динамику цены ее акций. Дивиденды представляют собой денежный доход акционеров и в определенной степени сигнализируют им о том, что фирма, в акции которой они вложили свои деньги, работает успешно. Дивиденды начисляются с определенной периодичностью и в сознании инвестора связываются, как правило, с заработанной фирмой прибылью. В этом контексте упрощенную схему распределения прибыли отчетного периода можно представить следующим образом: часть прибыли выплачивается в виде дивидендов, оставшаяся часть реинвестируется в активы компании. Не изъятая собственниками часть прибыли является внутренним источником финансирования компании, поэтому очевидно, что дивидендная политика существенно влияет на размер привлекаемых компанией внешних источников финансирования. Если фирма динамично развивается, ей требуется все больший объем ресурсов. Обычно фирма испытывает нехватку денежных средств, а потому периодическое изъятие средств в виде дивидендных выплат обуславливает поиск альтернативных источников финансирования. Поскольку все долгосрочные источники платны, причем их стоимость варьирует, дивидендная политика сказывается на средневзвешенной стоимости капитала, а следовательно, и стоимости (ценности) фирмы. Приведенные рассуждения носят общий характер.

Прежде всего подчеркнем, что олицетворять в полном объеме прибыль и дивиденды нельзя. Это наглядно демонстрирует бухгалтерский баланс. Прибыль – это источник финансирования, отражаемый в пассиве баланса, величина которого даже в отношении конкретного отчетного периода может весьма существенно варьировать. Дивиденды (в наиболее яркой форме) – это денежные средства, выплачиваемые

собственникам фирмы и, как известно, отражаемые в активе баланса. Иными словами, это близкие, взаимосвязанные категории, но далеко не тождественные друг другу и не находящиеся в отношениях взаимопоглощения. Рассмотрим эту проблему более подробно.

Вначале дадим следующее определение. Под **дивидендом** (Dividend) понимают часть имущества АО, изымаемую его акционерами пропорционально их долям в уставном капитале в размере, не превышающем совокупного объема не изъятой ранее чистой прибыли. Как видим, в таком определении дивиденд и прибыль отчетного периода не уравниваются друг с другом. Связь между ними гораздо более тонкая, а смысл ее заключается в следующем.

Если абстрагироваться от правовых аспектов в отношениях между фирмой и ее собственниками и рассматривать лишь экономическую природу дивидендной политики, то можно представлять дивиденд как регулярное вознаграждение, выплачиваемое фирмой собственнику за пользование предоставленным им капиталом. И здесь надо иметь в виду ряд ключевых моментов. Во-первых, дивиденды могут быть начислены и выплачены по итогам некоторого периода. Во-вторых, начислению дивидендов должно предшествовать подведение итогов работы за этот период, т. е. выведение конечного финансового результата – чистой прибыли. В-третьих, предполагается, что потенциал предприятия после начисления и выплаты дивидендов по итогам отчетного периода не должен уменьшиться по сравнению с его значением на начало периода. (Это означает запрет на «проедание» капитала, т. е. на вознаграждение можно тратить излишек над вложенной суммой капитала.) В-четвертых, дивиденд связан с общей чистой прибылью, а не с финансовым результатом отчетного периода. В-пятых, суверенное право распоряжения прибылью принадлежит собственникам фирмы, а потому они вольны в своем решении относительно размера дивидендов (в рамках совокупной прибыли) и момента их изъятия.

Начисление и выплата дивидендов – это неочевидная задача, связанная с изменениями в экономическом потенциале фирмы и отражающаяся не только на текущем, но и на будущем ее положении (например, в связи с необходимостью восполнения из других источников потраченных на выплату дивидендов средств). Поэтому и существует понятие «дивидендная политика» как нахождение компромисса между необходимостью вознаграждения собственников, с одной стороны, и обеспечения финансовых потребностей фирмы, с другой стороны.

Пояснение сути проблем, возникающих в ходе реализации дивидендной политики, и появляющихся при этом обязательств и вариантов их исполнения будем сопровождать числовым примером о фирме «Альфа», имеющей по итогам отчетного года следующий баланс (табл. 5.1).

Таблица 5.1

**Бухгалтерский баланс по итогам года**  
(до распределения прибыли)

(тыс. долл.)

Актив		Пассив	
Основные средства	5000	Уставный капитал	6100
Оборотные активы:		Прибыль отчетного года	600
Производственные запасы	2200	Поставщики и подрядчики	1800
Дебиторская задолжен- ность	1200	Краткосрочный банков- ский кредит	300
Денежные средства	400		
<i>Баланс</i>	<b>8800</b>	<i>Баланс</i>	<b>8800</b>

Предположим, что этот баланс составлен по итогам первого года работы фирмы (у фирмы нет нераспределенной прибыли прошлых лет). Экономика стабильна, инфляции нет, амортизационных отчислений достаточно для того, чтобы поддерживать активы в надлежащем состоянии, минимальный остаток денежных средств на счетах фирмы не должен быть менее 50 тыс. долл.

В условиях этих предпосылок собственники фирмы могут по-разному распорядиться заработанной прибылью: (а) полностью использовать ее на выплату дивидендов; (б) в полном объеме оставить ее реинвестированной в деятельность фирмы; (в) часть прибыли использовать на выплату дивидендов, а оставшуюся часть оставить как источник финансирования. В первом случае реализуется схема простого воспроизводства, в остальных случаях – схема расширенного воспроизводства.

1. Предположим, что дивиденды должны быть выплачены в денежной форме. После начисления дивидендов (это и есть распределение прибыли) баланс приобретет следующий вид (табл. 5.2).

Таблица 5.2

**Бухгалтерский баланс**  
(после начисления дивидендов)

(тыс. долл.)

Актив		Пассив	
Основные средства	5000	Уставный капитал	6100
Оборотные активы:		Нераспределенная прибыль	–
Производственные запасы	2200	Задолженность по выплате дивидендов	600
Дебиторская задолженность	1200	Поставщики и подрядчики	1800
Денежные средства	400	Краткосрочный банковский кредит	300
<i>Баланс</i>	<b>8800</b>	<i>Баланс</i>	<b>8800</b>

Как видим, валюта баланса не изменилась, однако прибыль отчетного периода полностью распределена (вся она пошла на выплату дивидендов<sup>1</sup>). У фирмы образовалась задолженность перед собственниками по выплате причитающегося им по итогам года регулярного дохода – дивидендов. Различие между балансами до и после начисления дивидендов заключается в том, что во втором случае фирма как юридическое лицо взяла на себя обязательство сделать выплаты своим собственникам. Будут ли фактически сделаны выплаты – это уже другой вопрос; но дивиденды начислены и показаны в виде кредиторской задолженности в пассиве баланса.

Поскольку на счете фирмы 400 тыс. долл., а выплатить надо 600 тыс. долл., с учетом ограничения на минимальный остаток денежных средств на счете фирма вынуждена взять кредит в банке в размере 250 тыс. долл. (Заметим, что фирма уже получила кредит в сумме 300 тыс. долл.; эти деньги вложены в активы фирмы и не имеют отношения к потенциальным возможностям фирмы немедленно выплатить означенную сумму дивидендов: источники средств не идентичны собственным средствам). Бухгалтерский баланс фирмы после получения кредита представлен в табл. 5.3.

Таблица 5.3

**Бухгалтерский баланс**  
(перед выплатой дивидендов)

(тыс. долл.)

Актив		Пассив	
Основные средства	5000	Уставный капитал	6100
Оборотные активы:		Нераспределенная прибыль	–
Производственные запасы	2200	Задолженность по выплате дивидендов	600
Дебиторская задолженность	1200	Поставщики и подрядчики	1800
Денежные средства	650	Краткосрочный банковский кредит	550
<i>Баланс</i>	<b>9050</b>	<i>Баланс</i>	<b>9050</b>

Необходимые денежные средства фирмой аккумулированы, и она готова выплатить дивиденды. По окончании расчетов с собственниками баланс фирмы приобретет следующий вид (табл. 5.4).

<sup>1</sup> Тезис об использовании прибыли на выплату дивидендов нельзя понимать буквально: денежного потока здесь еще не образовалось. Более того, саму прибыль фактически нельзя использовать для выплаты дивидендов: это не деньги, а источник средств, причем обезличенный. Прибыль является источником любых средств, приведенных в активе баланса. Образно говоря, она «размазана» по активам.

Таблица 5.4

**Бухгалтерский баланс**  
(после выплаты дивидендов)

(тыс. долл.)

Актив		Пассив	
Основные средства	5000	Уставный капитал	6100
Оборотные активы:		Нераспределенная прибыль	–
Производственные запасы	2200	Задолженность по выплате дивидендов	–
Дебиторская задолженность	1200	Поставщики и подрядчики	1800
Денежные средства	50	Краткосрочный банковский кредит	550
<i>Баланс</i>	<b>8450</b>	<i>Баланс</i>	<b>8450</b>

Вернемся к исходным условиям, т. е. к табл. 5.1. Фирма начала отчетный год, имея валюту баланса 8200 тыс. долл. Валюта баланса после распределения прибыли увеличилась на 250 тыс. долл. из-за необходимости выплатить дивиденды в полном объеме. Если бы фирма имела в достаточном объеме денежные средства (например, к моменту выплаты дивидендов один из дебиторов, задолженность которого была 250 тыс. долл., погасил свою задолженность), то к услугам банка не надо было обращаться. Фирма начинает второй год с тем же экономическим потенциалом, что и первый год. Вариант с погашением части дебиторской задолженности показан в табл. 5.5.

Таблица 5.5

**Бухгалтерский баланс**  
(после выплаты дивидендов и достаточности платежных средств)

(тыс. долл.)

Актив		Пассив	
Основные средства	5000	Уставный капитал	6100
Оборотные активы:		Нераспределенная прибыль	–
Производственные запасы	2200	Задолженность по выплате дивидендов	–
Дебиторская задолженность	950	Поставщики и подрядчики	1800
Денежные средства	50	Краткосрочный банковский кредит	300
<i>Баланс</i>	<b>8200</b>	<i>Баланс</i>	<b>8200</b>

2. Собственники предпочитают отложенный доход доходу текущему, сиюминутному (одна из причин такова: инвестиция в фирму выгодна). В этом случае дивиденды не начисляются, а прибыль счита-

ется реинвестированной в активы фирмы. Баланс фирмы приобретет следующий вид (табл. 5.6).

Таблица 5.6

**Бухгалтерский баланс**

(после реинвестирования всей прибыли отчетного года)

(тыс. долл.)

Актив		Пассив	
Основные средства	5000	Уставный капитал	6100
Оборотные активы:		Реинвестированная (нерас- пределенная) прибыль	600
Производственные запасы	2200	Поставщики и подрядчики	1800
Дебиторская задолженность	1200	Краткосрочный банковский кредит	300
Денежные средства	400		
	<u>8800</u>	<i>Баланс</i>	<u>8800</u>
	<i>Баланс</i>		

Актив баланса вообще не изменился, а в пассиве произошли незначительные изменения (по сравнению с табл. 5.1): прибыль отчетного периода – это реинвестированная прибыль (с соответствующими оформляющими записями по счетам бухгалтерского учета), при этом дивиденды по итогам отчетного года начисляться не будут.

3. Собрание акционеров приняло решение 50% прибыли отчетного года выплатить в виде дивидендов, а 50% оставить в виде реинвестированной прибыли. Денег на счетах фирмы достаточно для расчетов с собственниками, получать дополнительный краткосрочный кредит не надо, поэтому сначала будет сделано начисление дивидендов и перечисление прибыли отчетного года на счет «Нераспределенная прибыль», а затем проведена выплата дивидендов, после чего баланс фирмы приобретет следующий вид (табл. 5.7).

Таблица 5.7

**Бухгалтерский баланс**

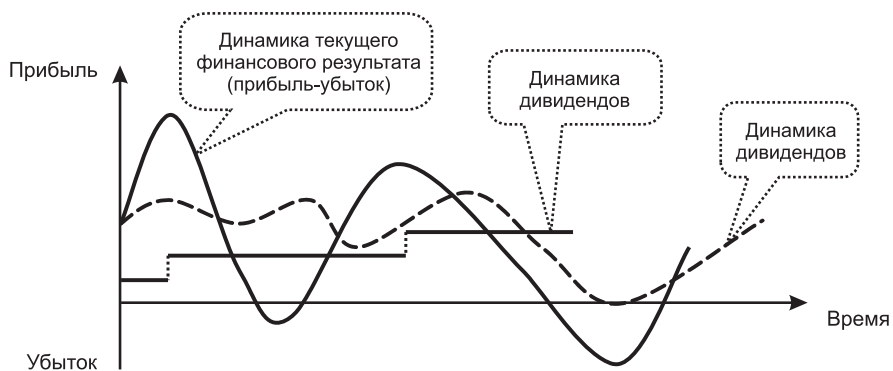
(в случае реинвестирования 50% прибыли отчетного года)

(тыс. долл.)

Актив		Пассив	
Основные средства	5000	Уставный капитал	6100
Оборотные активы:		Реинвестированная (нерас- пределенная) прибыль	300
Производственные запасы	2200	Поставщики и подрядчики	1800
Дебиторская задолженность	1200	Краткосрочный банковский кредит	300
Денежные средства	100		
	<u>8500</u>	<i>Баланс</i>	<u>8500</u>
	<i>Баланс</i>		



В рассмотренной нами ситуации важны следующие ключевые моменты. Во-первых, независимо от варианта распределения прибыли экономической потенциал фирмы в результате начисления и выплаты дивидендов не уменьшался (стартовый потенциал на начало отчетного года был представлен уставным капиталом в сумме 6100 тыс. долл. и валютой баланса в сумме 8200 тыс. долл.). Во-вторых, начисление и выплата дивидендов – это не одно и то же; *начисление* затрагивает лишь источники средств, т. е. происходит их реструктуризация (подобные операции в бухгалтерском учете называют пермутацией<sup>1</sup>), *выплата* связана с оттоком средств и затрагивает как актив, так и пассив баланса (подобные операции в учет называют модификацией). В-третьих, дивиденды и прибыль были тесно увязаны друг с другом, что представляется логичным. Собственники имеют вполне законное право выбора между полным или частичным изъятием полученной прибыли, причем – это важно! – это право относится не только к прибыли отчетного периода, но и к прибыли реинвестированной. Например, по итогам первого года собственники вообще не получали дивидендов, зато по итогам второго года часть реинвестированной прибыли решили изъять. Подобная возможность – элемент дивидендной политики, она должна быть предусмотрена прежде всего для того, чтобы управлять величиной текущих дивидендов, потенциально несущих, как известно, весьма важный сигнальный эффект. Отсюда следует важный вывод: динамика отчетной прибыли и текущих дивидендов может существенно различаться; общая сумма дивидендов может быть ограничена лишь суммой реинвестированной прибыли прошлых периодов и прибыли отчетного периода (рис. 5.1).



**Рис. 5.1. Сравнительная динамика финансового результата и дивидендов**

<sup>1</sup> Подробнее см. разд. 9.2.8 в работе [Ковалев, 2006(а)].

В общем случае графики текущего финансового результата и дивидендов имеют волнообразный характер; различие лишь в том, что первый график может опускаться ниже оси абсцисс (фирма имеет убыток), тогда как второй график всегда располагается над осью абсцисс (он может ее касаться, если не выплачиваются дивиденды). На практике чаще всего график изменения дивидендов имеет вид кусочно-линейной функции, т. е. в течение определенного времени выплачивается стабильный уровень дивидендов, по мере накопления финансового «жирка» уровень дивидендов может быть повышен.

Из приведенного рисунка видно, что возможны ситуации, когда сумма начисленных дивидендов превышает прибыль отчетного периода; более того, возможно начисление и выплата дивидендов даже при убытке в отчетном периоде (в этом случае дивиденды начисляются за счет нераспределенной прибыли прошлых лет). Подобные действия могут иметь разную подоплеку: желание избежать негативного сигнального эффекта дивидендной политики, намерение доминирующих собственников вывести свои активы из данной компании, открывшиеся варианты более перспективного вложения капитала и др. В качестве примера упомянем о компании «Сибнефть», которая объявила о выплате дивидендов за 2004 г. в размере 2,3 млрд долл., тогда как прибыль компании за этот год составила 2 млрд долл. (рыночная капитализация фирмы – около 17,5 млрд долл.).

Продолжим числовой пример. Предположим, что фирма, начав год с баланса (см. табл. 5.7), получила за второй год работы прибыль в сумме 120 тыс. долл. (для наглядности мы не меняем значения несущественных для нас статей – это не имеет значения для понимания сути операций по начислению и выплате дивидендов), а потому выходной баланс имеет следующий вид (см. табл. 5.8).

Таблица 5.8

### Бухгалтерский баланс по итогам второго года работы

(до распределения прибыли)

(тыс. долл.)

Актив		Пассив	
Основные средства	5000	Уставный капитал	6100
Оборотные активы:		Нераспределенная прибыль прошлых лет	300
Производственные запасы	2200	Прибыль отчетного года	120
Дебиторская задолженность	1200	Поставщики и подрядчики	1800
Денежные средства	220	Краткосрочный банковский кредит	300
	<u>8620</u>		<u>8620</u>
	<i>Баланс</i>		<i>Баланс</i>

Собственники приняли решение выплатить в виде дивидендов 150 тыс. долл. Они могут это сделать, несмотря на то что в отчетном году фирма заработала лишь 120 тыс. долл. чистой прибыли. Недостающие 30 тыс. долл. будут взяты из статьи «Нераспределенная прибыль прошлых лет» (естественно, берутся не собственно деньги – их нет в правой части баланса, а формируется источник выплаты дивидендов). Балансы фирмы начисления дивидендов и их выплаты представлены соответственно в табл. 5.9 и 5.10.

Таблица 5.9

**Бухгалтерский баланс по итогам второго года работы**  
(после распределения прибыли и начисления дивидендов)

(тыс. долл.)

Актив		Пассив	
Основные средства	5000	Уставный капитал	6100
Оборотные активы:		Нераспределенная прибыль	270
Производственные запасы	2200	Задолженность по выплате дивидендов	150
Дебиторская задолженность	1200	Поставщики и подрядчики	1800
Денежные средства	<u>220</u>	Краткосрочный банковский кредит	<u>300</u>
<i>Баланс</i>	<b>8620</b>	<i>Баланс</i>	<b>8620</b>

Таблица 5.10

**Бухгалтерский баланс по итогам второго года работы**  
(после выплаты дивидендов)

(тыс. долл.)

Актив		Пассив	
Основные средства	5000	Уставный капитал	6100
Оборотные активы:		Нераспределенная прибыль	270
Производственные запасы	2200	Поставщики и подрядчики	1800
Дебиторская задолженность	1200	Краткосрочный банковский кредит	300
Денежные средства	<u>70</u>		<u>          </u>
<i>Баланс</i>	<b>8470</b>	<i>Баланс</i>	<b>8470</b>

Фирма начала второй год с потенциалом, характеризуемым такими показателями, как уставный капитал в сумме 6100 тыс. долл., капитал собственников в сумме 6400 тыс. долл. и валютой баланса в сумме 8500 тыс. долл. (см. табл. 5.7). По результатам распределения прибыли по итогам второго года упомянутые характеристики экономического потенциала фирмы имели соответственно следующие значения: 6100,

6370, 8470 тыс. долл. (см. табл. 5.10). Хотя величина экономического потенциала фирмы (ее генерирующих возможностей), характеризующая валюту баланса, уменьшилась, это не является нарушением общепринятых правил ведения бизнеса, поскольку значение уставного капитала как гарантии интересов третьих лиц не изменилось.

Итак, мы подробно рассмотрели денежные потоки в ходе реализации разных вариантов начисления и выплаты дивидендов. Можно сделать некоторые обобщения.

Источником выплаты дивидендов является чистая прибыль общества (имеются в виду как прибыль отчетного периода, так и прибыль прошлых лет, т. е. кредитовое сальдо счет 84 «Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)»). Дивиденды по привилегированным акциям определенных типов могут выплачиваться за счет специальных фондов общества. Эти фонды формируются за счет чистой прибыли и страхуют на перспективу интересы держателей привилегированных акций. Предположим, что в первый год функционирования общества оно получило существенную прибыль. После формирования обязательных резервов возможны два варианта действий: выплачены дивиденды по привилегированным акциям, а оставшаяся часть прибыли распределена между держателями обыкновенных акций; выплачены дивиденды по привилегированным акциям, часть прибыли перечислена в фонд выплаты дивидендов по привилегированным акциям, оставшаяся часть прибыли полностью распределена между держателями обыкновенных акций. Если в следующем году общество получит убыток, то при реализации первого варианта без дивидендов останутся все акционеры, тогда как во втором варианте остается возможность выплаты дивидендов по привилегированным акциям.

Ограничение источника выплаты дивидендов совокупной чистой прибылью<sup>1</sup> говорит о том, что в бизнесе придерживаются правила уменьшения экономического потенциала фирмы, предусмотренного уставным капиталом и формируемыми фондами и резервами<sup>2</sup>, которые по определению являются гарантией интересов сторонних лиц (кредиторов).

Формирование фондов, равно как и просто реинвестирование прибыли, т. е. формирование обезличенного источника «Реинвестирован-

---

<sup>1</sup> Строго говоря, не вся чистая прибыль может быть использована на выплату дивидендов. Согласно российскому законодательству ОАО обязано формировать резервный капитал путем отчислений из чистой прибыли, поэтому лишь остаток может быть использован при определении величины дивидендов.

<sup>2</sup> Упомянем, например, о фонде переоценки (Revaluation Fund, Revaluation Reserve), который может обособляться как самостоятельный источник в составе акционерного капитала. Этот и подобные ему фонды не могут быть потрачены на выплату дивидендов.

ная (нераспределенная) прибыль», обеспечат стабильность дивидендной политики, поскольку появляется возможность выплаты дивидендов даже в те годы, когда фирма работала с убытком. (В этом случае формально начисление дивидендов проводится за счет нераспределенной прибыли прошлых лет.) Это обстоятельство чрезвычайно важно, в частности, и для стабильности фондового рынка. Как следствие такой политики, динамика дивидендов (по обыкновенным акциям) и текущей прибыли не совпадает; если финансовый результат может существенно колебаться (от значимой текущей прибыли к значимому текущему убытку), то дивиденды, как правило, колеблются весьма незначительно, при наличии нераспределенной прибыли прошлых лет могут иметь место даже в те периоды, когда фирма работала с убытком.

Начисление и выплата дивидендов связаны с оттоком средств, т. е. с уменьшением имущественного потенциала фирмы. Если дивиденды не начислены, собственники фирмы согласились отсрочить получение текущего дохода и предпочли дивидендной доходности доходность капитализированную. Как результат подобной политики – реинвестирование прибыли, которое может быть целевым (когда за счет прибыли формируются определенные фонды) либо обезличенным (когда реинвестированная прибыль показывается в балансе одной строкой «Нераспределенная прибыль»). Напомним, что формирование фондов не означает откладывания денежных средств на определенные цели, просто в системе счетов фирмы формируются специальные счета, на которые формально (т. е. в системе двойной записи) перебрасываются средства со счета «Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)». Происходит определенная реструктуризация пассива баланса (как это имело место в рассмотренном в начале главы примере).

Теоретически выбор дивидендной политики предполагает решение двух ключевых вопросов: влияет ли величина дивидендов на изменение совокупного богатства акционеров? какова должна быть оптимальная их величина?

Утвердительный ответ на первый вопрос не вызывает сомнения. Дивидендная политика, как и управление структурой капитала компании, оказывает существенное влияние на изменение благосостояния ее владельцев. Для того чтобы подтвердить эту очевидную истину, вспомним одну из основных моделей оценки акций – модель Гордона (см. разд. 2.1.4).

$$V_t = \frac{D_1}{r - g},$$

где  $V_t$  – теоретическая стоимость акции;

$D_1$  – ожидаемый дивиденд очередного периода;

$r$  – приемлемая доходность (коэффициент дисконтирования);

$g$  – ожидаемый темп прироста дивидендов.

Из данного представления видно, что чем больше ожидаемый дивиденд и чем выше темп его прироста, тем больше теоретическая стоимость акции. Повышение стоимости акции равносильно увеличению благосостояния акционеров. Таким образом, напрашивается вывод о целесообразности наращивания величины дивиденда во времени. Однако такой вывод чересчур прямолинеен, можно рассуждать и несколько иначе.

Во-первых, выплата дивидендов предполагает, что компания имеет в своем распоряжении крупную сумму свободных наличных денег; очевидно, что такая предпосылка верна не всегда. Ситуация, когда компания испытывает нужду в наличных денежных средствах, встречается гораздо чаще, причем это не обязательно связано с неудовлетворительным финансовым состоянием. Во-вторых, выплата дивидендов уменьшает возможности рефинансирования прибыли, что может отрицательно сказаться на последующих прибылях компании, в том числе на благосостоянии ее владельцев. В-третьих, восполнять нехватку финансирования после оттока средств в связи с выплатой дивидендов придется путем мобилизации других источников; это потребует времени и расходов. При такой схеме рассуждений напрашивается вывод: большие дивиденды невыгодны.

## 5.2. Возможности оптимизации дивидендной политики: теоретические подходы

В теории финансов получили известность три подхода к обоснованию оптимальной дивидендной политики: теория иррелевантности дивидендов (Dividend Irrelevance Theory), теория существенности дивидендной политики («Bird-in-the-Hand» Theory), теория налоговой дифференциации (Tax Differential Theory).

**Теория иррелевантности дивидендов** разработана Ф. Модильяни и М. Миллером. В своей статье, опубликованной в 1961 г., они доказывают, что величина дивидендов не влияет на изменение совокупного богатства акционеров, которое определяется способностью фирмы генерировать прибыль и в большей степени зависит от инвестиционной политики, нежели от того, в какой пропорции прибыль подразделяется на выплаченную в виде дивидендов и реинвестированную. Оптимальной дивидендной политики как фактора повышения стоимости фирмы не существует в принципе (см.: [Miller, Modigliani, 1961]).

Логика рассуждений Модильяни и Миллера такова. Если компания получила прибыль  $P_n$  и имеет возможность ее инвестировать в проект  $IP$ , генерирующий такую же доходность, как и в среднем в компании, то она может реинвестировать прибыль в полном объеме, выплатить всю прибыль в виде дивидендов и профинансировать про-

ект за счет дополнительной эмиссии акций или часть прибыли выплатить в виде дивидендов, далее компенсировать отток средств дополнительным выпуском акций и затем профинансировать проект за счет двух источников – нераспределенной прибыли и поступлений от эмиссии акций.

Как известно (см. гл. 7 в работе [Ковалев, 2006(в)]), одним из основных индикаторов, представляющих интерес для инвесторов и используемых ими при принятии решений в области финансовых вложений, является общая доходность ( $k_t$ ), представляющая собой сумму дивидендной ( $k_d$ ) и капитализированной ( $k_c$ ) доходностей. При наличии определенных оговорок принятие любого из трех вариантов выплаты дивидендов не меняет общей доходности, а приводит лишь к изменению ее структуры; например, в первом случае акционеры получают весь доход в виде дивидендов, т. е. в части прибыли  $P_n$  слагаемое  $k_c$  равно нулю. Таким образом, любой из этих вариантов равноприемлем для инвесторов.

В рамках теории Модильяни–Миллера упомянутые оговорки существуют в виде ряда предпосылок: это отсутствие налогов, равноценность для инвесторов дивидендов и доходов от прироста капитала, отсутствие эмиссионных и транзакционных затрат, равнодоступность информации и др. Очевидно, что далеко не все оправданны и практически реализуемы.

В развитие своей теории Модильяни и Миллер предложили начислять дивиденды по остаточному принципу. Обосновывая эту идею, они вновь указывают на приоритетность правильной инвестиционной политики, которая определяет достижение основной цели компании. Именно поэтому последовательность действий должна быть такой: (1) составляется оптимальный бюджет капиталовложений и рассчитывается требуемая сумма инвестиций; (2) определяется схема финансирования инвестиционного портфеля при условии максимального финансирования за счет реинвестирования прибыли и поддержания целевой структуры источников; (3) дивиденды выплачиваются в том случае, если не вся прибыль использована в целях инвестирования.

Таким образом, оптимальность дивидендной политики может пониматься лишь в том, чтобы начислять дивиденды после того, как проанализированы все возможности для эффективного реинвестирования прибыли и за счет этого источника профинансированы все приемлемые инвестиционные проекты. Если всю прибыль целесообразно использовать для реинвестирования, дивиденды не выплачиваются вовсе; если у компании нет приемлемых инвестиционных проектов, прибыль в полном объеме направляется на выплату дивидендов.

По мнению Модильяни и Миллера, дисконтированная цена обыкновенных акций после финансирования за счет прибыли всех прием-

лемых проектов и полученные по остаточному принципу дивиденды в сумме эквивалентны цене акций до распределения прибыли. Иными словами, сумма выплаченных дивидендов примерно равна расходам, которые необходимо понести для мобилизации дополнительных источников финансирования. В этом проявляется иррелевантность дивидендной политики по отношению к рыночной стоимости фирмы.

### Пример

Предположим, что финансово независимая компания имеет в обращении 700 тыс. акций, текущая рыночная цена которых составляет 56 долл. Таким образом, рыночная стоимость фирмы 39,2 млн долл. Прибыль компании за год составила 4,2 млн долл. Эту сумму можно либо выплатить в виде дивидендов, либо вложить в развитие производства. Если будет избран первый вариант использования прибыли, то стоимостные оценки изменятся следующим образом.

	Рыночная стоимость фирмы (тыс. долл.)	Акции в обращении (тыс. шт.)	В расчете на акцию (долл.)
До выплаты дивидендов	39 200	700	56
Дивиденды	4200	700	6
После выплаты дивидендов	35 000	700	50
В случае дополнительной эмиссии	39 200	784	50

Чтобы выполнить инвестиционную программу, компании придется сделать дополнительную эмиссию акций на сумму 4,2 млн долл. в количестве 84 тыс. штук (отметим, что в расчете используется экс-дивидендная цена – 50 долл., поскольку именно она отражает текущую рыночную стоимость акции). Таким образом, после выплаты дивидендов и дополнительной эмиссии: (а) рыночная цена акции снизится на величину выплаченного дивиденда; (б) количество акций в обращении увеличится и составит 784 тыс. штук; (в) рыночная стоимость компании останется неизменной.

Если будет выбран второй вариант использования прибыли, эмиссии акций не потребуется.

В любом случае совокупное богатство фактических («старых») акционеров не меняется: в случае эмиссии каждый такой акционер имеет на акцию 50 долл. в виде инвестиций в акционерный капитал и 6 долл. в виде полученного дивиденда; при невыплате дивидендов акционер имеет на акцию 56 долл. в виде инвестиций в акционерный капитал. При таких расчетах предполагается эффективный рынок капитала, подразумевающий открытость информации о выплате дивидендов фактическим акционерам, отсутствие эмиссионных расходов, налогов и др.

Теоретические разработки Модильяни и Миллера подверглись критике со стороны ученых и практиков. Оппоненты прежде всего



указывали на нереальность исходных предпосылок в теории иррелевантности. Действительно, инвестор не может быть индифферентным по отношению к тому, в какой форме – дивидендах или доходе от прироста капитала – увеличивается его благосостояние, поскольку во многих странах дивиденд и доход от капитализации облагаются налогом по разным ставкам. Привлечение капитала за счет дополнительного выпуска ценных бумаг обходится дороже по сравнению с реинвестированием прибыли ввиду наличия эмиссионных расходов. Дивиденд – это реальные деньги, тогда как доход от капитализации представляет собой условный, нереализованный доход.

Кроме того, нельзя игнорировать гипотезу об информационном, или сигнальном, содержании дивидендной политики, поскольку было замечено, что сокращение размера дивидендов, как правило, приводит к снижению цены акций, а его увеличение – к росту. Признавая этот факт, Модильяни и Миллер объясняют его несколько иначе. Дело в том, что в отношении выплаты дивидендов следование принципу стабильности и определенного консерватизма соблюдается руководством компаний особо ревностно. Поэтому если вдруг происходит неожиданно резкое повышение величины выплачиваемого дивиденда, то этот факт лишь говорит о благоприятной тенденции в развитии данной компании и ожидании ее управленческим персоналом устойчивых высоких прибылей в будущем. Именно таким пониманием ситуации руководствуется разумный инвестор, а вовсе не ориентацией в своей инвестиционной политике на сиюминутное положение с выплатой дивидендов. Не текущая дивидендная политика, а ожидание благоприятных перспектив является решающим аргументом в повышении спроса на акции данной компании.

**Теория существенности дивидендной политики.** Представители этого подхода, являющиеся оппонентами Модильяни–Миллера, считают, что дивидендная политика, несомненно, существенна, она влияет на величину совокупного богатства акционеров. Основными идеологами этого направления считаются М. Гордон и Дж. Линтнер. Первые статьи по этому поводу были опубликованы ими во второй половине 1950-х гг. [Gordon; Lintner, 1956]. Основной их аргумент выражается крылатой фразой: «Лучше синица в руках, чем журавль в небе», а смысл подхода заключается в том, что инвесторы, исходя из принципа минимизации риска, всегда предпочитают текущие дивиденды возможным в будущем доходам, в том числе возможному приросту акционерного капитала. Кроме того, текущие дивидендные выплаты уменьшают уровень неопределенности инвесторов относительно целесообразности и выгодности инвестирования в данную компанию. Их удовлетворяет относительно меньшая норма прибыли на инвестированный капитал, используемая в качестве коэффициента

дисконтирования, что приводит к возрастанию рыночной оценки акционерного капитала. Если дивиденды не выплачиваются, неопределенность увеличивается, возрастает и приемлемая для акционеров норма прибыли, что приводит к снижению рыночной оценки акционерного капитала, т. е. к снижению благосостояния акционеров.

Таким образом, основной вывод из теории Гордона и Линтнера таков: в формуле общей доходности дивидендная доходность имеет приоритетное значение; увеличивая долю прибыли, направляемую на выплату дивидендов, можно способствовать повышению рыночной стоимости фирмы, т. е. повышению благосостояния ее акционеров.

**Теория налоговой дифференциации** разработана в конце 70 – начале 80-х гг. XX в. Р. Литценбергером (Robert Litzenberger) и К. Рамасвами (Krishna Ramaswamy). Она состоит в том, что, с позиции акционеров, приоритетное значение имеет не дивидендная, а капитализированная доходность; это имеет место в случае, если доход от капитализации облагается налогом по меньшей ставке, чем полученные дивиденды (см.: [Litzenberger, Ramaswamy]). Так, в США ставки налогообложения периодически менялись, однако в любом случае различие между ними сохранялось (например, по налоговому законодательству США 1992 г. доход по дивидендам облагался по ставке 31%, а доход от прироста капитала – 28%); кроме того, уплата налога на доход от капитализации осуществляется лишь при его реализации.

В соответствии с этой теорией если две компании различаются в способах распределения прибыли, то акционеры фирмы, имеющей более высокий уровень дивидендов, должны требовать повышенный доход на акцию, чтобы компенсировать потери в связи с повышенным налогообложением. Таким образом, компании невыгодно платить высокие дивиденды, а ее рыночная стоимость максимизируется при относительно низкой доле дивидендов в прибыли.

В мире по-разному подходят к решению проблемы выбора дивидендной политики с учетом налогообложения. Например, в Великобритании, Австралии, Канаде ставка налога одинакова, в Германии и Японии реинвестированная прибыль облагается по более высокой ставке по сравнению с выплаченными дивидендами, во Франции – наоборот. Кроме того, в большинстве стран существует дифференциация налогоплательщиков в отношении уплаты налогов; это также сказывается на предпочтениях той или иной группы инвесторов в отношении доли реинвестируемой прибыли. Краткий обзор этого аспекта дивидендной политики в международном контексте можно найти, например, в книге [Брейли, Майерс, с. 420, 421].

Дискуссии по поводу того, какая из рассмотренных теорий верна, продолжаются до сих пор. Тем не менее неоспорим факт, что большинство крупных компаний на Западе предпочитает регулярно выплачи-

вать дивиденды. Примеры подхода, отдающего приоритет стабильности в дивидендной политике, приводятся в западной литературе. В частности, проведенное американскими учеными в 1987 г. обследование показало, что 76% компаний, котирующих ценные бумаги на Нью-Йоркской фондовой бирже и Американской фондовой бирже (American Stock Exchange, ASE) и включенных в файлы системы «Standard and Poor's Compustat», выплачивали дивиденды своим акционерам (см.: [The New Corporate Finance, p. 36]). Известны весьма уникальные свидетельства отношения ряда известных компаний к выплате дивидендов. Так, «American Telephone and Telegraph Company» (AT&T), действующая на рынке связи и телекоммуникаций с 1885 г., на протяжении своей истории не только постоянно выплачивает дивиденды, но ни разу не снизила их размера. Целый ряд американских компаний постоянно выплачивают дивиденды в течение почти 150 лет, а корпорация «Chemical New York» делает это начиная с 1827 г. (см.: [Ross, Westerfield, Jordan, p. 521]).

Любые серьезные изменения в области дивидендной политики немедленно сказываются на цене акций данной компании. Приведем примеры. Когда в мае 1987 г. известная фирма «Apple Computer» впервые объявила о выплате дивидендов в размере 4 центов на акцию (всего 5 млн долл.), рыночная цена ее акций в тот же день возросла на 219 млн долл. (см.: [The New Corporate Finance, p. 35]).

Большинство практиков считают проблему оптимизации дивидендной политики чрезвычайно актуальной. Вместе с тем признается и тот факт, что единого формализованного алгоритма в выработке дивидендной политики не существует; она определяется многими факторами, в том числе трудно формализуемыми (например, психологическими). Поэтому каждая компания должна выбирать свою политику, исходя прежде всего из присущих ей особенностей.

Вместе с тем можно выделить две основополагающие инвариантные задачи, решаемые в процессе выбора оптимальной дивидендной политики. Они взаимосвязаны и заключаются в обеспечении максимизации совокупного достояния акционеров и достаточного финансирования деятельности компании. Эти задачи ставятся во главу угла при рассмотрении основных элементов дивидендной политики – источников дивидендов, порядка их выплаты, видов дивидендных выплат и др.

### **5.3. Факторы, определяющие дивидендную политику**

В любой стране имеются определенные нормативные документы, в той или иной степени регулирующие хозяйственную деятельность,

в том числе порядок выплаты дивидендов. Кроме того, существуют и национальные традиции в содержании дивидендной политики, общих тенденциях в отношении выплаты дивидендов. Так, динамика показателя «дивидендный выход» (Dividend Payout) (синоним: коэффициент выплаты дивидендов), характеризующего долю прибыли, направляемой на выплату дивидендов, в сферах производства и обращения США и Великобритании имела разную направленность.

	1960-е гг.	1970-е гг.	1980-е гг.
Великобритания	31%	12%	13%
США	43%	50%	57%

Составлено по [Weston, Copeland, 1988, p. 557; Weston, Copeland, 1992, p. 662]

Обстоятельства формального и неформального, объективного и субъективного характера влияют на дивидендную политику. Приведем наиболее характерные из них.

**Ограничения правового характера.** Капитал собственников компании, представленный самостоятельным разделом в пассиве бухгалтерского баланса, укрупненно может быть сведен к трем элементам: акционерному капиталу, эмиссионному доходу, реинвестированной прибыли. В большинстве стран законом разрешена одна из двух схем – на выплату дивидендов может расходоваться либо только прибыль (прибыль отчетного периода и нераспределенная прибыль прошлых периодов), либо прибыль и эмиссионный доход. В частности, в США и Великобритании действуют три правила, имеющие непосредственное отношение к дивидендной политике: правило чистых прибылей, правило недопущения эрозии капитала и правило недопущения неплатежеспособности.

Согласно первому правилу дивиденды могут выплачиваться только из прибыли текущего и прошлых периодов; его трактовки в США и Великобритании несколько различаются. Так, согласно британскому закону о компаниях эмиссионный доход входит в число нераспределяемых резервов и не может быть использован для выплаты дивидендов; в США такого ограничения нет, неприкосновенен лишь уставный капитал в балансовой оценке. Второе правило тесно корреспондирует с первым: запрещена выплата дивидендов за счет уставного капитала (произведение номинальной стоимости акции и числа акций в обращении). Согласно третьему правилу компания не может выплачивать дивиденды, будучи неплатежеспособной (под неплатежеспособностью имеется в виду ситуация, когда сумма обязательств перед кредиторами превышает величину реальных активов).

В национальных законодательствах имеются и другие ограничения по выплате дивидендов. В частности, поскольку подоходным налогом облагаются только полученные акционерами дивиденды, а отложенные к выплате дивиденды (реинвестированная прибыль) нередко облагаются налогом по пониженным ставкам и с отсрочкой платежа до момента получения капитализированного дохода, нередко компании не выплачивают дивиденды, чтобы избежать налога. В этом случае, по усмотрению местных налоговых органов, превышение нераспределенной прибыли над установленным нормативом (например, в США он равен 250 тыс. долл.) облагается налогом. Причина введения подобных ограничений – в необходимости защиты прав кредиторов и предотвращения возможного «проедания» капитала собственников компании.

В России дивидендная политика АО должна строиться в соответствии с законодательством; в частности, основным регулятивом является Федеральный закон «Об акционерных обществах».

**Ограничения контрактного характера.** Во многих странах величина выплачиваемых дивидендов регулируется специальными контрактами (например, в случае когда фирма хочет получить долгосрочный кредит). Для того чтобы обеспечить обслуживание такого долга, в контракте, как правило, оговаривается либо предел, ниже которого не может опускаться величина не распределяемой на дивиденды отчетной прибыли, либо минимальный процент реинвестируемой прибыли. В России подобной практики нет; некоторыми аналогами ее являются обязательность формирования резервного капитала в размере не менее 5% уставного капитала АО и закрепленное за советом директоров (наблюдательным советом) право ограничения сверху размера выплачиваемых дивидендов (ст. 42 Федерального закона «Об акционерных обществах»), которым администрация может воспользоваться, в частности, при получении долгосрочной ссуды.

**Ограничения в связи с недостаточной ликвидностью.** Как уже упоминалось выше, дивиденды в денежной форме могут быть выплачены лишь в случае, если у компании есть деньги на расчетном счете или объем денежных эквивалентов, конвертируемых в деньги, достаточен для выплаты. Теоретически коммерческая организация может взять кредит для выплаты дивидендов, однако это не всегда возможно, кроме того, связано с дополнительными расходами. Таким образом, коммерческая организация может быть прибыльной, но не готовой к выплате дивидендов из-за отсутствия реальных денежных средств. В России в условиях исключительно высокой взаимной неплатежеспособности такая ситуация вполне реальна.

**Ограничения в связи с расширением производства.** Многие компании, особенно на стадии становления, сталкиваются с проблемой

поиска финансовых источников целесообразного расширения производственных мощностей. Дополнительные источники финансовых ресурсов нужны как компаниям, наращивающим объемы производства высокими темпами (для приобретения дополнительных производственных мощностей), так и компаниям с относительно невысокими темпами роста (для обновления материально-технической базы). В этих случаях нередко прибегают к ограничению дивидендных выплат. Известна практика, когда в учредительных документах оговаривается минимальная доля текущей прибыли, обязательная к реинвестированию.

**Ограничения в связи с интересами акционеров.** Дивидендная политика строится с учетом ключевого принципа управления финансами – принципа максимизации благосостояния акционеров. Величина их совокупного дохода за истекший период складывается из суммы полученного дивиденда и прироста курсовой стоимости акций. Поэтому, определяя оптимальный размер дивидендов, директорат компании и акционеры должны оценивать, как величина дивиденда может повлиять на стоимость компании в целом. Последняя, в частности, выражается в рыночной цене акций, которая зависит от многих факторов – общего финансового положения компании на рынках капитала, товаров и услуг, размера выплачиваемых дивидендов, темпа их роста и др. Как было отмечено в гл. 2, в условиях постоянного роста дивидендов с темпом прироста  $g$  цена акций может быть исчислена по формуле Гордона (2.17). Возможность применения данной формулы для выработки дивидендной политики рассмотрим на примере.

### Пример

Чистая прибыль компании за год составила 1,73 млн руб. Приемлемая норма прибыли составляет 17%. Имеется два варианта обновления материально-технической базы. Первый требует реинвестирования 50% прибыли, второй – 20%. В первом случае годовой темп прироста прибыли составит 8%, во втором – 3%. Какая дивидендная политика предпочтительна?

### Решение

Дивиденд за текущий год:

по первому варианту: 0,865 млн руб. ( $1,73 \cdot 0,5$ );

по второму варианту: 1,384 млн руб. ( $1,73 \cdot 0,8$ ).

Цена акций:

по первому варианту:

$$PV = \frac{0,865 \cdot (1 + 0,08)}{0,17 - 0,08} = 10,38 \text{ млн руб.};$$

по второму варианту:

$$PV = \frac{1,384 \cdot (1 + 0,03)}{0,17 - 0,03} = 10,18 \text{ млн руб.}$$

Совокупный результат:

по первому варианту: 11,245 млн руб. (0,865 + 10,38);

по второму варианту: 11,564 млн руб. (1,384 + 10,18).

Следовательно, второй вариант максимизирует совокупный доход акционеров и является предпочтительным.

Существуют и другие обстоятельства, увязывающие размер дивидендов и интересы акционеров. Так, если на рынке капитала имеются возможности участия в инвестиционных проектах с более высокой нормой прибыли, чем обеспечивает данная компания, ее акционеры могут проголосовать за более высокий дивиденд. (В России в силу вполне объяснимой неразвитости финансовых рынков ситуация несколько иная.)

Определенные противоречия могут возникать среди самих акционеров. Так, в случае различия в налогообложении выплачиваемого и отложенного к выплате доходов богатые акционеры могут настаивать на реинвестировании всей прибыли, с тем чтобы избежать налога.

Наконец, дивидендная политика тесно связана с проблемой «разводнения» права собственности (Dilution of Ownership). Это увеличение количества обыкновенных акций без соответствующего увеличения активов (например, в результате конвертации всех конвертируемых ценных бумаг общества в обыкновенные акции и (или) исполнения всех договоров купли-продажи собственных акций по цене ниже их рыночной стоимости). В результате подобной акции меняется величина прибыли на акцию и дивиденда по акции. Не желая афишировать высокие дивиденды, акционеры могут сознательно ограничивать их размер.

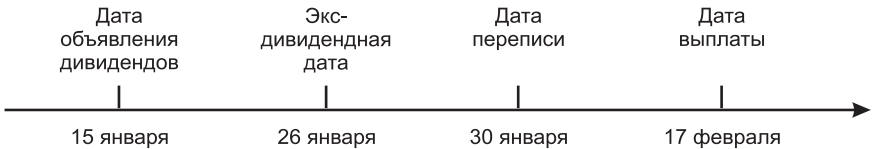
**Ограничения рекламно-информационного характера.** В условиях рынка информация о дивидендной политике компаний тщательно отслеживается аналитиками, менеджерами, брокерами и др. Сбои в выплате дивидендов, любые нежелательные отклонения от сложившейся в данной компании практики могут привести к понижению рыночной цены акций. Поэтому нередко коммерческая организация вынуждена поддерживать дивидендную политику на стабильном уровне, несмотря на возможные колебания конъюнктуры. Стабильность дивидендной политики для многих неискушенных акционеров служит своеобразным индикатором успешной деятельности компании.

## 5.4. Порядок выплаты дивидендов

Согласно действующим нормативным документам дивидендом является часть чистой прибыли АО, распределяемая среди акционеров

пропорционально числу акций, находящихся в их распоряжении. Дивиденд может выплачиваться с определенной периодичностью, что регулируется национальным законодательством (так, в ФРГ предусмотрено ежегодное начисление дивидендов). Известная транснациональная корпорация «BP p.l.c.» выплачивает дивиденды с 1917 г. ежеквартально – в марте, июне, сентябре и декабре.

Принятая в большинстве стран процедура выплаты дивидендов стандартна и включает несколько этапов (рис. 5.2).



**Рис. 5.2. Примерная последовательность выплаты дивидендов**

Дата объявления дивидендов (Declaration Date) – это день, когда совет директоров принимает решение (объявляет) о выплате дивидендов, их размере, датах переписи и выплаты. Многие компании публикуют эту информацию в финансовой прессе. Дата переписи (Holder-of-Record Date) – это день регистрации акционеров, имеющих право на получение объявленных дивидендов. Необходимость в такой регистрации определяется тем, что состав акционеров постоянно меняется ввиду обращения акций на рынке ценных бумаг. Дата переписи обычно назначается за 2–4 недели до дня выплаты дивидендов. Для того чтобы установить, кто имеет право на дивиденды, назначается экс-дивидендная дата (Ex-dividend Date): лица, купившие акции до этой даты, имеют право на дивиденды за истекший период; лица, купившие акции в этот день и позже, такого права не имеют. Экс-дивидендная дата назначается обычно за 4 рабочих дня до момента дивидендной переписи. Дата выплаты (Payment Date) – это день, когда проводится рассылка чеков акционерам или когда они могут получить дивиденды непосредственно.

Экс-дивидендная дата является примечательной с позиции динамики цен данных акций; обычно в первые минуты этого дня цена акций падает примерно на величину объявленного к выплате дивиденда. Более точные прогнозные расчеты цены акций делают брокеры, принимающие решение о покупке акций накануне экс-дивидендной даты и последующей уплаты налога на полученный дивиденд или покупке акций по сниженной цене и на условиях потери текущего дивиденда после наступления экс-дивидендной даты.

Согласно российскому законодательству АО вправе объявлять о выплате дивидендов по итогам первого квартала, полугодия, 9 мес. или финансового года в целом. Срок и порядок выплаты дивидендов



определяются уставом АО или решением общего собрания акционеров; срок выплаты не должен превышать 60 дней со дня принятия решения о выплате дивидендов. Дивиденды не начисляются по акциям, право собственности на которые перешло к обществу.

Решение о выплате промежуточных дивидендов, их размере и форме выплаты по различным типам акций принимается советом директоров (наблюдательным советом); аналогичное решение по годовым дивидендам принимается общим собранием акционеров по рекомендации совета директоров. Величина годовых дивидендов не может быть больше рекомендованной советом директоров и меньше величины промежуточных дивидендов. Отсюда, кстати, следует, что совет директоров играет решающую роль в определении самого факта выплаты дивидендов. Если промежуточные дивиденды не выплачивались и совет директоров не рекомендовал объявление годовых дивидендов, то общее собрание акционеров не сможет повлиять на это решение. В случае невыплаты или неполной выплаты дивидендов владельцам привилегированных акций они получают право голоса на всех последующих собраниях акционеров до момента первой выплаты дивидендов в полном объеме. То же в случае если на собрании обсуждаются вопросы, затрагивающие интересы владельцев привилегированных акций в части дивидендной политики (изменение величины дивиденда, очередности выплаты и др.).

Общество не вправе принимать решение о выплате (объявлении) дивидендов, если: (а) не полностью оплачен уставный капитал общества; (б) обществом не выкуплены в полном объеме собственные акции, по которым у их владельцев возникло право требовать их выкупа; (в) на момент выплаты дивидендов общество отвечает признакам несостоятельности (банкротства), определенным правовыми актами РФ, или данные признаки появятся у общества в результате выплаты дивидендов; (г) стоимость чистых активов общества меньше суммарной величины его уставного капитала, резервного фонда (капитала) и превышения над номинальной стоимостью определенной уставом ликвидационной стоимости размещенных привилегированных акций либо станет меньше этой величины в результате выплаты дивидендов.

В большинстве стран, в том числе России, размер дивиденда объявляется без учета налогов. В соответствии со ст. 214 и 224 Налогового кодекса РФ организация, выплачивающая доходы в виде дивидендов акционерам – физическим лицам, обязана в качестве налогового агента по налогу на доходы физических лиц исчислить, удержать из суммы выплачиваемых дивидендов и уплатить в бюджет соответствующую сумму налога по ставке, установленной законом. В ст. 284 Налогового кодекса РФ определено, что доходы, полученные в виде дивидендов от российских организаций российскими организациями и физическими

лицами – налоговыми резидентами, облагаются по ставке 6%; доходы, полученные в виде дивидендов от российских организаций иностранными организациями, а также доходы, полученные в виде дивидендов российскими организациями от иностранных организаций, облагаются по ставке 15%.

Дивиденд устанавливается в процентах к номинальной стоимости акции или в рублях на одну акцию. Что касается привилегированных акций, то размер дивиденда или неизменный способ его определения устанавливается при выпуске таких акций. Дивиденды могут выплачиваться деньгами, а в случаях, предусмотренных уставом общества, – иным имуществом (акциями, облигациями и товарами). Выплата дивидендов осуществляется либо самим обществом, либо банком-агентом, который выступает в этот момент агентом государства по сбору налогов у источников и выплачивает акционерам дивиденды за вычетом соответствующих налогов. Дивиденд может выплачиваться чеком, платежным поручением или почтовым переводом. По невыплаченным и неполученным дивидендам проценты не начисляются.

## 5.5. Методики дивидендных выплат

Согласно ст. 42 Федерального закона «Об акционерных обществах» источником выплаты дивидендов является чистая прибыль общества. (Формально это означает, что речь идет о совокупной прибыли, включающей чистую прибыль общества за истекший год и нераспределенную прибыль прошлых лет.) По привилегированным акциям дивиденды могут выплачиваться за счет специально созданных для этого фондов. (Последние используются для выплаты дивидендов в случае недостаточности чистой прибыли или убыточности общества по результатам отчетного периода.) Поэтому теоретически коммерческая организация может выплатить общую сумму текущих дивидендов в размере, превышающем прибыль отчетного периода. Однако базовым является вариант распределения чистой прибыли текущего периода.

Величина чистой прибыли любой компании подвержена колебаниям; не исключена также ситуация, когда она может получить убыток по итогам отчетного периода. Принятие решения о размере дивидендов в любом случае является непростой задачей. Во-первых, в условиях рынка всегда имеются возможности для расширения производственных мощностей или участия в новых инвестиционных проектах. Во-вторых, нестабильность выплаты дивидендов или резкое изменение их величины чревато снижением курсовой стоимости акций.

Дополнительным аргументом в пользу стабильности дивидендной политики является феномен так называемого эффекта клиентуры

(Clientele Effect). Под клиентурой понимается совокупность инвесторов, по той или иной причине заинтересованных именно в данной компании. У каждой компании складывается своя клиентура, т. е. инвесторы, которых вполне устраивает предлагаемая компанией политика в области доходов и дивидендов. Поскольку рациональные акционеры в большей степени предпочитают стабильность и определенную предсказуемость дивидендной политики, чем получение экстраординарных доходов, любые ее изменения должны делаться крайне осторожно. Значимые изменения в дивидендной политике могут привести к изменениям в составе клиентуры, т. е. к формированию новой группы инвесторов.

Не случайно многие компании на Западе предпочитают выплачивать дивиденды даже в относительно неблагоприятные (в финансовом отношении) периоды. Наиболее часто встречающейся практикой является распределение среди акционеров части прибыли текущего года. Однако не редки и другие варианты. Например, известная корпорация «BP p.l.c.» (бывшая «British Petroleum») имела следующую динамику прибыли и дивидендов по годам (млн ф. ст.).

	1991 г.	1992 г.	1993 г.	1994 г.	1995 г.
Прибыль (убыток) отчетного года	415	-458	615	1577	1122
Распределено среди акционеров	905	569	458	578	850

*Источник:* British Petroleum Annual Report and Accounts. 1995.

Динамика двух денежных потоков существенно не совпадает: даже в убыточный для компании 1992 г. были выплачены дивиденды. Такая картина подтверждает широко распространенную практику, согласно которой изменения прибыли и дивидендов не обязательно имеют одинаковую динамику. Зная о возможном негативном сигнальном эффекте, имеющем место при выплате (невыплате) дивидендов, компании предпочитают стабильность в отношениях с акционерами. Кроме того, выплата дивидендов даже при наличии убытков за отчетный период имеет положительный сигнальный эффект. Этой акцией руководство компании указывает на временный характер трудностей, с которыми столкнулась компания, и на правильность ее стратегического курса.

Что касается формализованных алгоритмов распределения прибыли, то в мировой практике разработаны разные варианты дивидендных выплат. Коротко охарактеризуем их.

**Методика постоянного процентного распределения прибыли.** Как известно, чистая прибыль распределяется на выплаты дивидендов по привилегированным акциям ( $D_{ps}$ ) и прибыль, доступную владельцам обыкновенных акций ( $P_{cs}$ ). Последняя в свою очередь распределяется решением собрания акционеров на дивидендные выплаты по

обыкновенным акциям ( $D_{cs}$ ) и реинвестированную (т. е. нераспределенную) прибыль ( $RP$ ).

Одним из основных аналитических показателей, характеризующих дивидендную политику, является коэффициент «дивидендный выход», представляющий собой отношение дивиденда по обыкновенным акциям и прибыли, доступной держателям обыкновенных акций (в расчете на одну акцию). Дивидендная политика постоянного процентного распределения прибыли предполагает неизменность значения коэффициента выплаты дивидендов. Фирма ориентируется на некоторое целевое его значение

$$\frac{D_{cs}}{P_{cs}} = k\% = \text{const.}$$

Если коммерческая организация закончила год с убытком, дивиденд может не выплачиваться. Отличительной особенностью этого подхода является вполне вероятная значительная вариация дивиденда по обыкновенным акциям, что, как правило, приводит к нежелательным колебаниям рыночной цены акций. Снижение выплачиваемого дивиденда может спровоцировать падение курса акций. (Следует также помнить о характерном для рынка ценных бумаг свойстве – эффекте каскадности, лавинообразности.) Хотя такая дивидендная политика используется некоторыми фирмами, теоретики и практики в области финансового менеджмента не рекомендуют пользоваться ею.

**Методика фиксированных дивидендных выплат** предусматривает регулярную выплату дивиденда на акцию в неизменном размере в течение продолжительного времени, например, 1,3 долл., безотносительно к изменению курсовой стоимости акций. Если фирма развивается успешно и в течение ряда лет доход на акцию стабильно превышает некоторый уровень, размер дивиденда может быть повышен. Имеется определенный лаг между двумя показателями. Определяя размер фиксированного дивиденда на некоторую перспективу, компании в качестве ориентира нередко используют приемлемые для них показатели дивидендного выхода. Данная методика позволяет в определенной степени нивелировать влияние психологического фактора и избежать колебания курсовых цен акций, характерного для методики постоянного процентного распределения прибыли.

**Методика выплаты гарантированного минимума и экстра-дивидендов** является развитием предыдущей. Компания выплачивает регулярные фиксированные дивиденды, однако периодически в случае успешной деятельности акционерам выплачиваются экстра-дивиденды. Слово *экстра* означает премию, начисленную к регулярным дивидендам и имеющую разовый характер, т. е. получение ее в следующем году не обещается. Более того, рекомендуется использовать психологиче-

ское воздействие премии, т. е. она не должна выплачиваться слишком часто, поскольку становится ожидаемой, а сама методика выплаты экстра-дивидендов – бесполезной. Данные о премии также публикуются в финансовой прессе. Например, если компания объявила о выплате дивиденда в размере 1,2 долл. и премии в размере 30 центов, информация в прессе может иметь вид «1,2 + 0,3».

**Методика выплаты дивидендов по остаточному принципу.** Суть этой методики, довольно распространенной на Западе, состоит в том, что дивиденды должны выплачиваться в последнюю очередь – после того как удовлетворены все обоснованные инвестиционные потребности компании. Отсюда последовательность действий: (а) составляется оптимальный бюджет капиталовложений; (б) определяют оптимальную структуру источников финансирования, в рамках которой выявляется величина собственного капитала, необходимого для исполнения бюджета; (в) дивиденды выплачивают только в случае, если осталась прибыль, не востребованная для финансирования инвестиций.

**Методика выплаты дивидендов акциями.** Акционеры получают вместо денег дополнительный пакет акций. Причины ее применения могут быть разными. Например, компания имеет проблемы с наличностью, ее финансовое положение не устойчиво. Чтобы избежать недовольства акционеров, директорат компании может предложить выплату дивидендов дополнительными акциями. Кстати, именно такой подход был применен многими чековыми инвестиционными фондами в нашей стране в 1994 г. Возможен и второй вариант: финансовое положение компании устойчиво, и она развивается быстрыми темпами, поэтому ей нужны средства на развитие. Они поступают к ней в виде нераспределенной прибыли. Наконец, возможны такие причины, как желание изменить структуру источников средств, желание наделить успешно работающий высший управленческий персонал акциями для того, чтобы «привязать» их к фирме и тем самым стимулировать их еще более активную работу, и т. п.

Несложно понять, что при этой методике акционеры на деле практически не получают ничего, поскольку выплаченный им дивиденд равен по величине уменьшению принадлежащих им средств, капитализированных в уставном капитале и резервах. Количество акций увеличилось, валюта баланса не изменилась, т. е. стоимостная оценка активов на одну акцию уменьшилась. Тем не менее этот вариант устраивает акционеров, поскольку они все же получают ценные бумаги, которые могут быть при необходимости проданы ими за наличные.

В зависимости от размера выплачиваемого акциями дивиденда рыночная цена акций ведет себя по-разному. Считается, что небольшие дивиденды практически не оказывают влияния на цену; если дивиденд

велик, рыночная цена акций после выплаты дивидендов может существенно упасть.

Выплата дивидендов акциями может сопровождаться либо одновременным увеличением уставного капитала и валюты баланса, либо перераспределением источников собственных средств без увеличения валюты баланса. В экономически развитых странах второй вариант встречается чаще. Происходит увеличение уставного капитала за счет уменьшения эмиссионного дохода и нераспределенной прибыли прошлых лет. Рассмотрим этот вариант на примере.

### Пример

Как изменится структура источников собственных средств компании, если рыночная цена ее обыкновенных акций составляет 12 долл. и компания объявила о выплате дивидендов акциями в размере 5%.

#### Структура собственного капитала до выплаты дивидендов

(тыс. долл.)

Уставный капитал:	
привилегированные акции (100 000 акций по 50 долл.)	5000
обыкновенные акции (1 500 000 акций по 10 долл.)	15 000
Другие фонды собственных средств (резервный капитал и др.)	2000
Нераспределенная прибыль	7000
	<i>Всего</i> 29 000

### Решение

Объявленный дивиденд означает, что должно быть дополнительно выпущено 75 000 обыкновенных акций ( $1\,500\,000 \cdot 5\%$ ). Таким образом, необходимо капитализировать 900 тыс. долл. ( $12 \text{ долл.} \cdot 75\,000$ ). Эта величина распределяется следующим образом:

- уставный капитал увеличивается на 750 тыс. долл. ( $10 \text{ долл.} \cdot 75\,000$ );
- добавочный капитал (эмиссионный доход) увеличивается на 150 тыс. долл. ( $2 \text{ долл.} \cdot 75\,000$ );
- нераспределенная прибыль уменьшается на 900 тыс. долл.

#### Структура собственного капитала после выплаты дивидендов

(тыс. долл.)

Уставный капитал:	
привилегированные акции (100 000 акций по 50 долл.)	5000
обыкновенные акции (1 575 000 акций по 10 долл.)	15 750
Другие фонды собственных средств (резервный капитал и др.)	2150
Нераспределенная прибыль	6100
	<i>Всего</i> 29 000

В заключение отметим, что методика выплаты дивидендов акциями имеет давнюю историю. Впервые она была реализована в 1690 г. английской фирмой «Hudson's Bay Company» путем утроения долей акционеров, что и было отражено в бухгалтерских регистрах (см.: [The History of Accounting, p. 567]).

## 5.6. Дивидендная политика и регулирование курса акций

Курсовая цена акций и дивидендная политика взаимосвязаны, хотя формализованной зависимости не существует. Выше отмечалось, что разумная дивидендная политика может способствовать снижению флуктуации курсовой цены. Курсовая цена складывается под воздействием разных факторов. В финансовом менеджменте разработаны некоторые приемы искусственного регулирования курсовой цены, которые могут оказать влияние на размер выплачиваемых дивидендов. К ним относятся дробление, консолидация и выкуп акций.

**Методика дробления акций.** Одна из ключевых характеристик акции – ее ликвидность, т. е. способность служить объектом множественных операций купли-продажи. Факторов, определяющих целесообразность операции с конкретной ценной бумагой, много; в частности, одним из них является суждение участников операции о соответствии внутренней стоимости актива и его текущей рыночной цены. Но есть и формальный момент: если актив сам по себе стоит очень дорого, множество возможных покупателей сужается, так как не у каждого найдется требуемая сумма для приобретения даже очевидно выгодного актива. Поэтому на фондовых рынках формируются некоторые неформальные тенденции и рекомендации в отношении оптимальности цены актива с позиции его ликвидности. Так, специалисты полагают, что наилучший диапазон цен для акций, котируемых на Нью-Йоркской фондовой бирже (NYSE), составляет 20–80 долл. (см.: [Бриггем, Гапенски, т. 1, с. 476]). Чем большую долю в общем числе акционеров данной компании занимают физические лица, тем ближе цена акции к нижнему пределу. Поскольку цены на фондовых рынках обычно имеют тенденцию роста, фирмы периодически могут прибегать к специальной процедуре, называемой дроблением акций (Share Split, Stock Split). Безусловно, это не есть закономерность; существуют и отклонения от упомянутого диапазона, причем нередко весьма существенные. Более того, известны случаи, когда акции не дробились, несмотря на их весьма высокую цену. Так, цена акций компании «Berkshire Hathaway», председателем совета директоров которой является один из богатейших людей планеты, известный финансист У. Баффет (Warren Buffett), никогда не подвергались дроблению,

хотя постоянно растут в цене; в частности, в 1992 г. акции компании котировались на NYSE по цене 7 тыс. долл. за акцию, в мае 1997 г. – 43 тыс. долл., а летом 2004 г. – около 100 тыс. долл.

Операция дробления акций, называемая также их расщеплением или сплитом (Split), не относится непосредственно к форме выплаты дивидендов, однако она может влиять как на размер дивидендов, так и на курсовую стоимость акций. В литературе описаны ситуации, когда дробление акций приводило к росту капитализированной стоимости компании ввиду повышения ликвидности акций и, следовательно, роста числа потенциальных акционеров. Так, в феврале 1989 г. компания «General Motors» впервые с момента своего образования в 1955 г. объявила о дроблении акций в отношении 2 : 1; в результате цена акций резко возросла, что привело к увеличению капитализированной стоимости компании на 1,3 млрд долл. (см.: [The New Corporate Finance, p. 35]).

Дробление акций проводят обычно процветающие компании, акции которых со временем значительно повышаются в цене. Многие компании стараются не допускать слишком высокой цены своих акций, поскольку это может сказаться на их ликвидности.

Техника дробления такова. Получив разрешение от акционеров на проведение этой операции, директорат компании, в зависимости от рыночной цены акций, определяет наиболее предпочтительный масштаб дробления: например, две новые акции за одну старую, три новые акции за одну старую. Далее проводят замену ценных бумаг. Валюта баланса, а также структура собственного капитала не меняется. Увеличивается лишь количество обыкновенных акций.

Возможна и обратная процедура – **консолидация акций**, или **обратный сплит** (Reverse Stock Split), когда несколько старых акций меняются на одну новую (пропорции могут быть любыми). Консолидация и дробление российских акций предусмотрены Федеральным законом «Об акционерных обществах».

Что касается дивидендов, то здесь все зависит от директората и самих акционеров. Дивиденды могут измениться пропорционально изменению нарицательной стоимости акций, т. е. дробление акций не влияет на долю каждого акционера в активах компании. Однако если новая нарицательная стоимость и новый размер дивиденда были установлены с использованием разных алгоритмов, это может оказать влияние на доход акционеров.

Следует отметить, что и эта, и предыдущая методики имеют одну общую негативную черту – они сопровождаются дополнительными расходами по выпуску новых ценных бумаг.

**Методика выкупа акций.** Выкуп собственных акций разрешен не во всех странах. (В Германии он запрещен.) Основная причина – желани-



ние избежать преувеличения общей величины активов компании за счет отражения в балансе активов, ценность которых не вполне очевидна.

Причины, которые заставляют компанию выкупать свои акции в случае, если это не запрещено законом, могут быть различными. В частности, акции в портфеле нужны для предоставления своим работникам возможности стать акционерами компании, для уменьшения числа владельцев компании, для повышения курсовой цены. В определенной степени эта операция оказывает влияние на совокупный доход акционеров. Рассмотрим пример.

### Пример

Компания планирует потратить 60% прибыли либо на выплату дивидендов, либо на покупку своих акций. Используя приведенные ниже данные, проанализировать, какой из этих вариантов более выгоден акционерам.

Прибыль к распределению среди владельцев обыкновенных акций, тыс. долл.	2200
Количество обыкновенных акций	500 000
Доход на акцию (2 200 000: 500 000), долл.	4,4
Рыночная цена акции, долл.	60
Ценность акции (Рыночная цена / Доход на акцию), долл.	13,636

### Решение

Общая сумма прибыли, предназначенная на выплату акционерам, составляет 1320 тыс. долл. (2200 тыс. долл. · 60%). Если компания выплачивает эту сумму деньгами, то каждый акционер получит 2,64 долл. (1 320 000 долл.: 500 000). Если компания потратит эти деньги на выкуп своих акций, она сможет выкупить примерно 21 070 акций (1 320 000 долл.: 62,64 долл.) и общее количество акций в обращении составит 478 930 (500 000 – 21 070). После выкупа акций доход на акцию повысится и составит 4,59 долл. (2 200 000 долл.: 478 930), что приведет к повышению курсовой стоимости до 62,64 долл. (4,59 долл. · 13,636).

Таким образом, с позиции акционера, владеющего одной акцией, оба варианта одинаковы: либо иметь одну акцию ценой 60 долл. плюс дивиденд в размере 2,64 долл., либо владеть одной акцией ценой 62,64 долл. Тем не менее второй вариант имеет ряд преимуществ. Во-первых, повысилась привлекательность акций компании, поскольку такой важный аналитический показатель, как доход на акцию, повысился. Во-вторых, акционеры получили косвенный доход, поскольку им не надо платить налог на дивиденды в случае их получения. (Последнее верно не всегда. В Германии прибыль, не выплаченная в виде дивидендов, а реинвестированная в компанию, также облагается налогом при заполнении акционерами деклараций о личных доходах.) Существуют

и возражения против этого варианта: деньги на руках всегда выгоднее, чем доход от изменения курсовой цены.

Процедура выкупа акций в нашей стране регулируется Федеральным законом «Об акционерных обществах», а ее особенности были рассмотрены в разд. 3.4.

### **Материалы для самостоятельной работы**

**Дайте определение следующим ключевым понятиям:** дивиденд, сигнальный эффект дивидендной политики, иррелевантность дивидендов, «разводнение» права собственности, экс-дивидендная дата, эффект клиентуры, экстр-дивиденд, сплит, обратный сплит.

### **Вопросы для обсуждения**

1. Что выгоднее – платить или не платить дивиденды?
2. Какие ключевые вопросы пытаются решить акционеры и руководство фирмы, определяя дивидендную политику? Нет ли противоречия между этими вопросами? Если да, то как они разрешаются?
3. Связаны ли между собой дивиденд и прибыль? Если да, то каким образом?
4. Есть ли связь между понятиями «чистая прибыль отчетного периода», «нераспределенная прибыль», «нераспределенная прибыль прошлых лет», «дивиденды»?
5. Прокомментируйте выражение «прибыль пошла на выплату дивидендов».
6. Какие варианты распределения прибыли, в контексте дивидендной политики, возможны? В чем преимущества и недостатки каждого из них?
7. Можно ли чистую прибыль отчетного года в полном объеме использовать на выплату дивидендов?
8. Есть ли разница между понятиями «начисление дивидендов» и «выплата дивидендов»?
9. Какие денежные потоки имеют место при начислении дивидендов, при выплате дивидендов? Меняется ли баланс фирмы? Если да, то какие его разделы затрагиваются?
10. Сравните динамику финансового результата и дивидендов.
11. В чем суть подходов к обоснованию дивидендной политики? Каковы их «плюсы» и «минусы»? Какой из этих подходов представляется вам более реалистичным и почему?
12. Может ли налоговое законодательство влиять на дивидендную политику фирмы?
13. В чем связь дивидендной политики и тезиса «неуменьшение экономического потенциала»?
14. Каковы основные факторы, определяющие дивидендную политику?
15. Влияет ли дивидендная политика фирмы на рыночную цену акции?

16. Какие ограничения в отношении выплаты дивидендов предусмотрены российским законодательством? Разберите их экономическую суть.
17. Какие типовые методики дивидендных выплат вы знаете? Охарактеризуйте их «плюсы» и «минусы». Применимы ли они в нашей стране?
18. Возникают ли денежные потоки при выплате дивидендов акциями? Меняется ли баланс фирмы после осуществления этой операции? Если да, то каким образом?
19. Что такое техника дробления? В какой связи с дивидендной политикой находится операция дробления?
20. Имеет ли отношение выкуп акций к дивидендной политике?
21. Может ли дивидендная политика фирмы влиять на ее стоимость?

## **ЗАКЛЮЧЕНИЕ**

Мы закончили рассмотрение общих подходов к управлению источниками финансирования деятельности типовой фирмы. Этим обобщающим термином была обозначена совокупность типовых групп лиц, спонтанно или преднамеренно предоставляющих свои средства предприятию во временное пользование или выделяющих их ему для осуществления предусмотренной уставом деятельности. Такими группами лиц являются собственники, кредиторы, государственные органы, банки и др. Все они в обезличенном виде представлены в пассивной стороне баланса, а потому в книге речь шла, по сути, о финансовых решениях по формированию пассива баланса крупной компании и возможной его оптимизации. Суть оптимизации может быть определена следующим образом: выявление пропорций относительно целевой структуры источников финансирования и разработка мероприятий по ее достижению.

В работе наглядно продемонстрировано, что понимание сущности источников и способов их мобилизации важно в силу целого ряда обстоятельств. Во-первых, лица, фактически стоящие за ними, имеют различающиеся права на удовлетворение претензий к фирме, например в случае ее банкротства. Во-вторых, в подавляющем большинстве случаев источники не бесплатны. В-третьих, комбинируя источники, можно управлять средним уровнем затрат на поддержание сложившейся финансовой структуры и, следовательно, влиять на стоимость фирмы.

Работа финансового менеджера исключительно многогранна. Однако, как видно из книги, она не может замыкаться лишь на финансовой компоненте – успешность решений по мобилизации источников финансирования в немалой степени определяется адекватностью восприятия бухгалтерских аспектов в представлении и изменении финансовой структуры фирмы. Финансовый менеджер должен понимать как минимум экономическое содержание балансовых статей, чувствовать и объяснять вероятные причины изменений, происшедших в структуре баланса, прогнозировать возможные последствия принимаемых решений в отношении системы финансирования. Сказанное относится к балансу вообще как некоторой модели фирмы, в которой отражен в том числе источниковый аспект ее деятельности. Подоплека сформулированного тезиса очевидна: принятие любого решения долгосрочного характера, имеющего внутрифирменную и (или) внефирменную направленность, должно основываться на оценке фактического состоя-

ния в балансе (в балансах) и ожидаемого изменения в нем (в них), обусловленного реализацией принимаемого решения.

Сложность проблемы оптимизации финансовой структуры фирмы заключается в том, что те или иные поставщики средств по-разному участвуют в финансировании ее деятельности: иногда это участие является осознанным и преднамеренным, иногда оно носит вынужденный характер, поскольку предопределяется рядом обстоятельств (например, принятой системой расчетов). Кроме того, источники обладают определенной взаимозаменяемостью, однако структурные сдвиги в системе финансирования приводят к изменению стоимости того или иного источника (как существующего, так и вновь мобилизуемого), что, в свою очередь, сказывается на рыночной капитализации фирмы.

В книге показано, что в теоретическом плане логика и методология принятия решений относительно системы финансирования фирмы довольно хорошо поработаны в рамках теории структуры капитала. Однако, как следует из практики, теоретические разработки не могут рассматриваться как единственный и непреложный аргумент в таком сложном действе, каковым является мобилизация капитала. Иными словами, знание теории безусловно необходимо и полезно, но не в плане ее бездумного, автоматического приложения на практике, но прежде всего в контексте понимания внутренних закономерностей, присущих любому сложному и ответственному процессу, каковым, естественно, является привлечение капитала. Выбор между мобилизацией капитала за счет дополнительной эмиссии акций или облигаций должен предопределяться не только формальным расчетами, но и оценкой сопутствующих неформализуемых обстоятельств (в частности, принятием во внимание психологической компоненты). Иными словами, любое решение финансового характера, в том числе в отношении источников финансирования, субъективно по своей сути.

# ПРИЛОЖЕНИЕ

## Состав разделов и статей бухгалтерского баланса

Раздел	Группа статей	Статья
<b>АКТИВ</b>		
Внеоборотные активы	Нематериальные активы	Права на объекты интеллектуальной (промышленной) собственности Патенты, лицензии, торговые знаки, знаки обслуживания, иные аналогичные права и активы Организационные расходы Деловая репутация организации
	Основные средства	Земельные участки и объекты природопользования Здания, машины, оборудование и другие основные средства Незавершенное строительство
	Доходные вложения в материальные ценности	Имущество для передачи в лизинг Имущество, предоставляемое по договору проката
	Финансовые вложения	Инвестиции в дочерние общества Инвестиции в зависимые общества Инвестиции в другие организации Займы, предоставленные организациям на срок более 12 месяцев Прочие финансовые вложения
	Отложенные налоговые активы	
Оборотные активы	Запасы	Сырье, материалы и другие аналогичные ценности Затраты в незавершенном производстве (издержках обращения) Готовая продукция, товары для перепродажи и товары отгруженные Расходы будущих периодов
	Налог на добавленную стоимость по приобретенным ценностям	
	Дебиторская задолженность	Покупатели и заказчики Векселя к получению Задолженность дочерних и зависимых обществ

Продолжение табл.

Раздел	Группа статей	Статья
		Задолженность участников (учредителей) на вклады в уставный капитал Авансы выданные Прочие дебиторы
	Финансовые вложения	Займы, предоставленные организациям на срок менее 12 месяцев Собственные акции, выкупленные у акционеров Прочие финансовые вложения
	Денежные средства	Расчетные счета Валютные счета Прочие денежные средства
<b>ПАССИВ</b>		
Капитал и резервы	Уставный капитал	
	Добавочный капитал	
	Резервный капитал	Резервы, образованные в соответствии с законодательством Резервы, образованные в соответствии с учредительными документами
	Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток – вычитается)	
Долгосрочные обязательства	Заемные средства	Кредиты, подлежащие погашению более чем через 12 месяцев после отчетной даты Займы, подлежащие погашению более чем через 12 месяцев после отчетной даты
	Отложенные налоговые обязательства	
	Прочие обязательства	
Краткосрочные обязательства	Заемные средства	Кредиты, подлежащие погашению в течение 12 месяцев после отчетной даты Займы, подлежащие погашению в течение 12 месяцев после отчетной даты
	Кредиторская задолженность	Поставщики и подрядчики Векселя к уплате Задолженность перед дочерними и зависимыми обществами Задолженность перед персоналом организации Задолженность перед бюджетом и государственными внебюджетными фондами

*Окончание табл.*

Раздел	Группа статей	Статья
		Задолженность участникам (учредителям) по выплате доходов Авансы полученные Прочие кредиторы
	Доходы будущих периодов	
	Резервы предстоящих расходов и платежей	

*Примечание:* Для удобства пользователей в развитие ПБУ 4/99 Минфин РФ выпустил приказ «О формах бухгалтерской отчетности организаций» № 67н от 22 июля 2003 г., в котором приведены рекомендательные форматы отчетности.



## БИБЛИОГРАФИЯ

Гражданский кодекс Российской Федерации. Часть первая от 30 ноября 1994 г. № 51-ФЗ. Часть вторая от 26 января 1996 г. № 14-ФЗ (с изменениями и дополнениями).

Налоговый кодекс Российской Федерации. Часть первая от 31 июля 1998 г. № 146-ФЗ. Часть вторая от 5 августа 2000 г. № 117-ФЗ (с изменениями и дополнениями).

О рынке ценных бумаг. Федеральный закон от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ (с изменениями и дополнениями).

О формах бухгалтерской отчетности организаций. Приказ Минфина РФ от 22 июля 2003 г. № 67н.

Об акционерных обществах. Федеральный закон от 26 декабря 1995 г. № 208-ФЗ (с изменениями и дополнениями).

Положение по бухгалтерскому учету «Бухгалтерская отчетность организации» (ПБУ 4/99). Утверждено приказом Минфина РФ от 6 июля 1999 г. № 43 н.

*Брейли Р., Майерс С.* Принципы корпоративных финансов / пер. с англ. М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 1997.

*Бриггем Ю., Гапенски Л.* Финансовый менеджмент: полный курс: в 2-х т / пер. с англ. под ред. В.В. Ковалева. СПб: Экономическая школа, 1997.

Бухгалтерский учет: учеб. / И. И. Бочкарева [и др.] / под ред. Я. В. Соколова. 2-е изд., перераб. и доп. М.: Проспект, 2005.

*Ван Хорн Дж.* Основы управления финансами / пер. с англ. / под ред. И. И. Елисевой / гл. ред. серии Я.В. Соколов. М.: Финансы и статистика, 1996.

*Воронцовский А. В.* Инвестиции и финансирование: методы оценки и обоснования. СПб: Изд-во С.-Петербург. ун-та, 1998.

*Гальперин В. М., Игнатъев С. М., Моргунов В. И.* Микроэкономика: в 2 т. / общ. ред. В. М. Гальперина. СПб: Экономическая школа, 1994 (т. 1), 1997 (т. 2).

Деньги. Кредит. Банки: учеб. 2-е изд., перераб. и доп. / под ред. В.В. Иванова, Б.И. Соколова. М.: Проспект, 2006.

*Дмитриев А.Л.* Экономические воззрения Петра Бернгардовича Струве // Факты и версии: историко-культурологический альманах. Исследования и материалы. Кн. 2. Из истории экономики / гл. ред. и сост. В. Ю. Жуков. – СПб: ИМИСП, 2001.

*Елисеева И. И., Юзбашев М. М.* Общая теория статистики: учеб. 5-е изд., перераб. и доп. М.: Финансы и статистика, 2004.

*Зомбарт В.* Буржуа. Евреи и хозяйственная жизнь / пер. с нем. М.: Айрис-пресс, 2004.

Инвестиции: учеб. / под ред. В. В. Ковалева, В. В. Иванова, В. А. Лялина. – 2-е изд., перераб. и доп. М.: Проспект, 2006.

*Калинина Е. М., Лапина О. Г., Рябова Р. И., Шнайдерман Т. А.* Рекомендации по применению ПБУ 18/02 «Учет расчетов по налогу на прибыль» / под ред. А. С. Бакаева, С. А. Николаевой. М.: Информационное агентство «ИПБР-БИНФА», 2004.

*Каминка А. И.* Акционерные компании. Юридическое исследование. СПб., 1912.

*Кидуэлл Д. С., Петерсон Р. Л., Блэкуэлл Д. У.* Финансовые институты, рынки и деньги. СПб: Питер, 2000.

*Ковалев В. В.* Финансовый менеджмент: теория и практика. М.: Проспект, 2006(а).

*Ковалев В. В.* Практикум по анализу и финансовому менеджменту. Конспект лекций с задачами и тестами. 2-е изд., перераб. и доп. М.: Финансы и статистика, 2006(б).

*Ковалев В. В.* Управление активами фирмы. М.: Проспект, 2006(в).

*Ковалев В. В.* Основы теории финансового менеджмента. М.: Изд-во «Проспект», 2006(г).

*Ковалев В. В.* Финансовый учет и анализ: концептуальные основы. М.: Финансы и статистика, 2004.

*Ковалев В. В.* Финансовый анализ: методы и процедуры. М.: Финансы и статистика, 2001.

*Ковалев В. В., Ковалев Вит. В.* Учет, анализ и финансовый менеджмент: учеб.-метод. пособие. М.: Финансы и статистика, 2006.

*Ковалев В. В., Ковалев Вит. В.* Финансовая отчетность. Анализ финансовой отчетности (основы балансоведения). 2-е изд., перераб. и доп. М.: Проспект, 2005.

*Ковалев В. В., Патров В. В., Быков В. А.* Как читать баланс. 5-е изд., перераб. и доп. М.: Финансы и статистика, 2006.

*Ковалев В. В., Уланов В. А.* Курс финансовых вычислений. 3-е изд., доп. М.: Финансы и статистика, 2005.

*Ковалев Вит. В.* Учет, анализ и бюджетирование лизинговых операций: теория и практика. М.: Финансы и статистика, 2005.

*Коласс Б.* Управление финансовой деятельностью предприятия. Проблемы, концепции и методы: учеб. пособие / пер. с франц.; под ред. проф. Я. В. Соколова. М.: Финансы, ЮНИТИ, 1997.

*Коростелева М. В.* Методы анализа рынка капитала. СПб: Питер, 2003.

*Космачев А. Н.* К вопросу о сущности и классификации экономических и банковских рисков // Финансовый мир. Вып. 3 / под ред. В. В. Иванова и В. В. Ковалева. М.: Проспект, 2006.

- Крушвиц Л.* Финансирование и инвестиции. Неоклассические основы теории финансов / пер. с нем. под общей редакцией В.В. Ковалева и З.А. Сабова. СПб: Питер, 2000.
- Крушвиц Л.* Инвестиционные расчеты / пер. с нем. под общей редакцией В.В. Ковалева и З.А. Сабова. СПб: Питер, 2001.
- Кутер М.И.* Теория бухгалтерского учета: учеб. 3-е изд., перераб. и доп. М.: Финансы и статистика, 2004.
- Ле-Кутре В.* Основы балансоведения / пер. с нем. М., 1925.
- Ли Ч., Финнерти Дж.* Финансы корпораций: теория, методы и практика / пер. с англ. М.: Инфра-М, 2000.
- Лялин В.А., Воробьев П.В.* Рынок ценных бумаг: учеб. М.: Проспект, 2006.
- Маршалл Дж., Бансал В.* Финансовая инженерия: полное руководство по финансовым нововведениям / пер. с англ. М.: ИНФРА-М, 1998.
- Международные стандарты финансовой отчетности. М.: Аскери, 1999.
- Международные стандарты финансовой отчетности: учеб. пособие / под ред. И. А. Смирновой. М.: Финансы и статистика, 2005.
- Милгром П., Робертс Дж.* Экономика, организация и менеджмент: в 2 т. / пер. с англ. под редакцией И. И. Елисеевой, В. Л. Тамбовцева. СПб: Экономическая школа, 1999.
- Мотовилов О. В.* Финансовая аренда: особенности законодательного регулирования и экономические выгоды применения // Вестник С.-Петербург. ун-та, 2005. Сер. 5. Экономика. Вып. 2.
- Найт Ф.Х.* Риск, неопределенность и прибыль / пер. с англ. М.: ДЕЛО, 2003.
- Новый энциклопедический словарь. Т. 19. СПб, Издатели Ф. А. Брокгауз и И. А. Ефрон.
- Нормативная база бухгалтерского учета: Сборник официальных материалов. М.: Бухгалтерский учет, 2003.
- Палий В.Ф.* Международные стандарты финансовой отчетности. М.: ИНФРА-М, 2002.
- Ришар Ж.* Бухгалтерский учет: теория и практика. М.: Финансы и статистика, 2000.
- Словарь по экономике / пер. с англ. / под ред. П.А. Ватника. СПб: Экономическая школа, 1998.
- Соколов Б.И., Соколова С.В.* Экономика: учеб. для гуманитариев. СПб: Бизнес-пресса, 2002.
- Соколов Я. В.* Основы теории бухгалтерского учета. М.: Финансы и статистика, 2000.
- Теория фирмы / под ред. В. М. Гальперина. СПб: Экономическая школа, 1995.
- Тургенев Н. И.* Опыт теории налогов. СПб, 1818.

Уланов В. А. Сборник задач по курсу финансовых вычислений / под ред. проф. В. В. Ковалева. М.: Финансы и статистика, 2000.

Финансы: учеб. 2-е изд., перераб. и дополн. / под ред. проф. В. В. Ковалева. М.: Проспект, 2003.

Финансовый мир / под ред. В. В. Иванова и В. В. Ковалева. М.: Проспект. Вып. 1. 2002; Вып. 2. 2004; Вып. 3. 2006.

Хэй Д., Моррис Д. Теория организации промышленности: в 2 т. / пер. с англ. под ред. А. Г. Слуцкого. СПб: Экономическая школа, 1999.

Шарп У. Ф., Александер Г. Дж., Бэйли Дж. Инвестиции: пер. с англ. М.: ИНФРА-М, 1997.

Шепелев Л. Е. Акционерный капитал в России: политика и динамика развития // История финансовой политики в России: сб. статей. СПб., 2000.

Шепелев Л. Е. Акционерные компании в России. Л., 1973.

Шеремет А. Д., Ионова А. Ф. Финансы предприятий: менеджмент и анализ. М.: Инфра-М, 2004.

Экономикс: англо-русский словарь-справочник / Э. Долан, Б. И. Домненко. М.: Лазурь, 1994.

Altman E. I. Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy // The Journal of Finance. September 1968. P. 589–609.

Altman E. I. Corporate Financial Distress. New York: John Wiley, 1983.

Altman E. I. A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Cost Question // Journal of Finance. September 1984. P. 1067–1089.

Brigham E. F., Gapenski L. C. Intermediate Financial Management, 4-th ed. The Dryden Press, 1993.

Copeland T. E., Weston J. F. Financial Theory and Corporate Policy, 3-rd ed. Addison-Wesley, 1988.

Dixon R. Financial Management, 2-nd ed. ACCA Longman Group UK Ltd, 1991.

Elton E. J., Gruber M. J. Modern Portfolio Theory and Investment Analysis, 4-th ed. John Wiley & Sons, Inc., 1991.

Gitman L. J. Basic Managerial Finance, 2-nd ed. Harper & Row, 1989.

Gordon M. J. Dividends, Earnings and Stock Prices // Review of Economics and Statistics. May 1959. P. 99–105.

Higgins R. C. Analysis for Financial Management, 2-nd ed. Richard D. Irwin, Inc., 1989.

Jensen M. C. Capital Markets: Theory and Evidence // Bell Journal of Economics and Management Science, Autumn, 1972.

Jensen M. C., Meckling W. H. Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure // Journal of Financial Economics. October 1976. P. 305–360.

*Knight F. H.* Risk, Uncertainty and Profit. Houghton Mifflin, Boston, 1921 (Русский перевод: *Найм Ф.Х.* Риск, неопределенность и прибыль / пер. с англ. М.: ДЕЛЮ, 2003).

*Lintner J.* Security Prices, Risk and Maximal Gains from Diversification // Journal of Finance. № 4. December. 1965. P. 687–615.

*Lintner J.* Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes // American Economic Review. May 1956. P. 97–113.

*Litzenberger R. H., Ramaswamy K.* The Effects of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices // Journal of Financial Economics. June 1979. P. 163–196.

*Litzenberger R. H., Ramaswamy K.* The Effects of Dividends on Common Stock Prices: Tax Effects or Information Effects // Journal of Finance. May 1982. P. 429–443.

*Miller M. H.* Debt and Taxes // Journal of Finance. May 1977. P. 261–275.

*Miller M. H., Modigliani F.* Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares // Journal of Business. October 1961. P. 411–433.

*Modigliani F., Miller M. H.* The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment // American Economic Review. June 1958. P. 261–297.

*Modigliani F., Miller M. H.* Corporate Income Taxes and the Cost of Capital // American Economic Review. June 1963. P. 433–443.

*Myers S.* The Capital Structure Puzzle // Journal of Finance. July 1984. P. 575–592.

*Parker R. H.* Macmillan Dictionary of Accounting, 2-nd ed. The Macmillan Press LTD, 1992.

*Penman S.* Financial Statement Analysis and Security Valuation, 2-nd ed. McGraw-Hill/Irwin, 2004.

*Ross S.A., Westerfield R. W., Jordan B. D.* Fundamentals of Corporate Finance. Richard D. Irwin, Inc., 1991.

*Shapiro A.* Fundamentals of Multinational Financial Management. 2-nd ed. Allyn and Bacon. A Division of Paramount Publishing, 1994.

*Sharpe W. F.* A Simplified Model of Portfolio Analysis // Management Science. January 1963.

*Siegel J.G., Shim J.K.* Dictionary of Accounting Terms. Barron's, 1987.

The History of Accounting: An International Encyclopedia / Edited by M. Chatfield, R. Vangermeersch. Garland Publishing, Inc., 1996.

The New Corporate Finance. Where Theory Meets Practice / Edited by D. H. Chew, Jr. McGraw-Hill, Inc., 1993.

*Weston J.F., Copeland T.E.* Managerial Finance, 9-th ed. Dryden, HBJ, 1992. (8-th ed. 1988).

## СОДЕРЖАНИЕ

Введение . . . . .	3
Глава 1. Финансовая структура фирмы: сущность, представление . . .	5
1.1. Фирма (предприятие) в системе экономических отношений . . .	5
1.2. Фирма в контексте рынков . . . . .	11
1.3. Баланс как квинтэссенция финансовой модели фирмы . . . . .	14
1.4. Состав источников финансирования фирмы и их представление в балансе . . . . .	26
1.5. Хозяйственные операции и их влияние на состав и структуру ис- точников . . . . .	40
1.6. Прибыль в системе источников финансирования фирмы . . . . .	43
<i>Материалы для самостоятельной работы</i> . . . . .	47
<i>Вопросы для обсуждения</i> . . . . .	47
Глава 2. Базовые модели и алгоритмы в управлении финансовой структурой фирмы . . . . .	49
2.1. Моделирование и оценка финансовых операций . . . . .	50
2.1.1. Время как фактор изменения капитала . . . . .	50
2.1.2. Эффективная годовая процентная ставка . . . . .	55
2.1.3. Базовая модель инвестиционно-финансового анализа . . . .	57
2.1.4. Оценочные модели на рынках капитальных финансовых активов . . . . .	59
2.2. Риск и леверидж в управлении финансовой структурой фирмы .	64
<i>Материалы для самостоятельной работы</i> . . . . .	69
<i>Вопросы для обсуждения</i> . . . . .	69
Глава 3. Управление источниками финансирования деятельности фирмы	71
3.1. Способы финансирования деятельности фирмы . . . . .	71
3.2. Капитал: сущность, трактовки . . . . .	76
3.3. Сущность и классификации источников финансирования дея- тельности фирмы . . . . .	82
3.3.1. Базовые классификации . . . . .	83
3.3.2. Источники средств долгосрочного назначения (капитал) .	85
3.3.3. Краткосрочные источники финансирования . . . . .	97
3.4. Основные способы формирования и наращивания капитала . . .	97
3.5. Традиционные методы средне- и краткосрочного финансиروа- ния . . . . .	105
3.6. Новые инструменты в системах финансирования деятельности фирмы . . . . .	115

3.6.1. Роль опционных контрактов в мобилизации источников финансирования . . . . .	115
3.6.2. Залоговые операции и ипотека . . . . .	120
3.6.3. Финансовая аренда (лизинг) как источник финансирования . . . . .	123
3.6.4. Коммерческая концессия . . . . .	140
3.7. Балансовые модели управления источниками финансирования . . . . .	141
<i>Материалы для самостоятельной работы</i> . . . . .	148
<i>Вопросы для обсуждения</i> . . . . .	148
Глава 4. Стоимость и структура источников финансирования . . . . .	150
4.1. Стоимость капитала: понятие и сущность . . . . .	150
4.2. Стоимость основных источников капитала . . . . .	157
4.2.1. Стоимость источников заемного капитала . . . . .	158
4.2.2. Стоимость источников собственного капитала . . . . .	161
4.3. Средневзвешенная стоимость капитала . . . . .	165
4.4. Предельная стоимость капитала . . . . .	174
4.5. Основы теории структуры капитала . . . . .	179
4.5.1. Стоимостные оценки фирмы . . . . .	181
4.5.2. Взаимосвязь между стоимостью фирмы и стоимостью ее капитала . . . . .	185
4.6. Оценка стоимости источников краткосрочного финансирования . . . . .	203
4.6.1. Оценка стоимости источника «Краткосрочная кредиторская задолженность» . . . . .	203
4.6.2. Оценка стоимости источника «Краткосрочный банковский кредит» . . . . .	206
<i>Материалы для самостоятельной работы</i> . . . . .	209
<i>Вопросы для обсуждения</i> . . . . .	209
Глава 5. Политика выплаты дивидендов . . . . .	211
5.1. Дивиденды и прибыль: логика взаимосвязи . . . . .	211
5.2. Возможности оптимизации дивидендной политики: теоретические подходы . . . . .	222
5.3. Факторы, определяющие дивидендную политику . . . . .	227
5.4. Порядок выплаты дивидендов . . . . .	231
5.5. Методики дивидендных выплат . . . . .	234
5.6. Дивидендная политика и регулирование курса акций . . . . .	239
<i>Материалы для самостоятельной работы</i> . . . . .	242
<i>Вопросы для обсуждения</i> . . . . .	242
Заключение . . . . .	244
Приложение. Состав разделов и статей бухгалтерского баланса . . . . .	246
Библиография . . . . .	249