

В. В. Бочаров

СОВРЕМЕННЫЙ ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ

Правила принятия финансовых
и инвестиционных решений

Базовые концепции
финансового менеджмента

Оптимизация стоимости
и структуры капитала

Принятие решений по реальным
и финансовым активам

 ПИТЕР®

В. В. Бочаров

Современный финансовый менеджмент



Бочаров Владимир Владимирович

СОВРЕМЕННЫЙ ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ

Серия «Академия финансов»

Рецензенты: д. э. н., проф. Селищев А. С., д. э. н., проф. Е. А. Лебедев

Заведующий редакцией
Руководитель проекта
Выпускающий редактор
Редактор
Художественный редактор
Корректоры
Верстка

*С. Жильцов
Е. Базанов
Е. Маслова
Е. Базанов
К. Радзевич
М. Одинокова, Н. Сулейманова
А. Полянский*

ББК 65.9(2)26-21 УДК 658.15

Бочаров В. В.

Б86 Современный финансовый менеджмент. — СПб.: Питер, 2006. — 464 с.: ил. — (Серия «Академия финансов»).

ISBN 5-469-01134-8

В книге раскрываются различные аспекты комплексного финансового анализа и оценки деятельности предприятия. Предлагается механизм оценки финансового состояния фирмы по данным бухгалтерской отчетности. Подробно освещается методика анализа с помощью показателей финансовой устойчивости, платежеспособности и ликвидности баланса хозяйствующего субъекта. Рассматриваются новые направления изучения финансовой деятельности предприятий: операционный анализ издержек, доходов и прибыли, проектный и портфельный анализы.

Издание предназначено для специалистов финансово-бухгалтерских служб предприятий и коммерческих организаций, аспирантов и студентов экономических вузов и всех, кто интересуется проблемами финансово-аналитической и контрольной работы в российских компаниях.

© ЗАО Издательский дом «Питер», 2006

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

ISBN 5-469-01134-8

ООО «Питер Принт», 194044, Санкт-Петербург, Б. Сампсониевский пр., д. 29а.

Лицензия ИД № 05784 от 07.09.01.

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

Подписано к печати 26.12.05. Формат 70×100/16. Усл. п. л. 37,41. Тираж 2000. Заказ

Оглавление

Глава 1. Финансовый менеджмент как искусство принятия управленческих решений	7
1.1. Содержание и назначение финансов предприятий (корпораций)	7
1.2. Принципы организации финансов предприятий (корпораций)	16
1.3. Особенности организации финансов предприятий различных форм собственности	18
1.4. Финансовая политика предприятия (корпорации)	28
1.5. Финансовый менеджмент как искусство управления финансами предприятия (корпорации)	32
1.6. Базовые концепции финансового менеджмента	37
1.7. Принципы организации финансового менеджмента	44
1.8. Временная стоимость денег и ее учет в принятии решений	45
1.9. Учет инфляции при управлении финансами предприятия	48
1.10. Инструменты финансового менеджмента	52
1.11. Ключевые финансовые коэффициенты	54
1.12. Организационное обеспечение финансового менеджмента	59
1.13. Информационное обеспечение финансового менеджмента	65
1.14. Функции финансового директора	69
1.15. Роль финансового аналитика в деятельности предприятия (корпорации)	76
1.16. Методологические основы принятия финансовых и инвестиционных решений	79
Глава 2. Финансовые решения о цене и структуре капитала	84
2.1. Понятие и классификация капитала для принятия решений	84
2.2. Принципы формирования капитала	89
2.3. Методы и источники привлечения капитала	90
2.4. Последовательность и особенности формирования отдельных элементов капитала	97
2.5. Концепция стоимости капитала	100
2.6. Принципы и виды оценки стоимости капитала	105
2.7. Методологический подход к оценке стоимости (цены) предприятия	111
2.8. Понятие структуры капитала	120
2.9. Способы оптимизации структуры капитала	127

2.10.	Взаимосвязь между структурой капитала и дивидендной политикой акционерной компании	132
2.11.	Роль экономической добавленной стоимости в принятии решений о цене и структуре капитала	136
2.12.	Концепция достижимого экономического роста	138
Глава 3.	Финансовые решения по управлению собственным капиталом	142
3.1.	Состав и структура собственного капитала	142
3.2.	Принятие решений по формированию источников собственного капитала	150
3.3.	Оценка стоимости отдельных элементов собственного капитала	155
3.4.	Принятие решений об эмиссии корпоративных ценных бумаг	159
3.5.	Финансовые решения по реализации дивидендной политики	169
3.6.	Критерии измерения эффективности собственного капитала	176
Глава 4.	Принятие решений о привлечении заемного капитала	181
4.1.	Состав и структура заемного капитала как база для принятия решений о его привлечении	181
4.2.	Оценка стоимости привлечения заемного капитала в форме банковского кредита	187
4.3.	Роль банков в коммерческом кредитовании поставщиками покупателей товаров	190
4.4.	Процедура предоставления вексельного кредита	196
4.5.	Формирование и оценка заемного капитала в форме облигационных займов	199
4.6.	Управление привлеченными средствами в форме кредиторской задолженности	207
4.7.	Эффект финансового рычага (левериджа) и его использование при управлении заемным капиталом	216
4.8.	Технология кредитования банком предприятия-заемщика	224
4.9.	Критерии определения эффективности использования заемного капитала	233
Глава 5.	Технология принятия решений по управлению основным капиталом	236
5.1.	Экономическая сущность, состав и структура основного капитала	236
5.2.	Принципы и методы управления основным капиталом	239
5.3.	Финансовые показатели, используемые для анализа и оценки основного капитала	241
5.4.	Планирование основного капитала	245
5.5.	Амортизация основного капитала	247
5.6.	Методы оценки стоимости основного капитала	253
5.7.	Принятие решений по обновлению основного капитала	257
5.8.	Источники финансирования долгосрочных инвестиций в основной капитал	260

5.9. Выбор способа финансирования капитальных активов	266
5.10. Новые формы инвестирования в основной капитал	268
Глава 6. Критерии принятия решений по реальным инвестиционным проектам	279
6.1. Ключевые правила инвестирования	279
6.2. Содержание, цель и задачи управления портфелем инвестиционных проектов	281
6.3. Основные принципы принятия долгосрочных инвестиционных решений	283
6.4. Решения по отбору и реализации инвестиционных проектов	286
6.5. Информационное обеспечение инвестиционных решений	290
6.6. Критерии эффективности инвестиционных решений	293
6.7. Денежные потоки инвестиционного проекта	296
6.8. Дисконтирование денежных потоков	299
6.9. Интегральные показатели, используемые для оценки эффективности инвестиционных проектов	302
6.10. Сравнительный анализ эффективности инвестиционных проектов	308
6.11. Методы анализа и оценки проектных рисков	316
Глава 7. Методология принятия решений по управлению портфелем финансовых активов	321
7.1. Базовая концепция оценки финансовых активов	321
7.2. Принятие решений об инвестициях в финансовые активы	324
7.3. Цель и задачи управления портфелем финансовых активов	326
7.4. Особенности финансовых активов, включаемых в инвестиционный портфель	330
7.5. Методы оценки стоимости и доходности эмиссионных ценных бумаг	336
7.6. Типы портфелей ценных бумаг и инвестиционных стратегий	343
7.7. Концептуальный подход к управлению фондовым портфелем акционерной компании (корпорации)	348
7.8. Оценка доходности фондового портфеля	355
7.9. Виды и способы снижения рисков портфеля ценных бумаг	360
Глава 8. Принятие финансовых решений по управлению оборотным капиталом	365
8.1. Систематизация оборотного капитала (активов) с позиции финансового менеджмента	365
8.2. Управление оборотными активами в процессе производственного и финансового циклов	372
8.3. Технология определения текущих финансовых потребностей	376
8.4. Финансовые решения по управлению денежными средствами и ликвидностью баланса	381
8.5. Выбор стратегии финансирования оборотных активов	385

8.6. Определение политики комплексного оперативного управления оборотными активами и краткосрочными обязательствами	389
8.7. Финансовые решения по выбору источников формирования оборотных активов	391
8.8. Взаимосвязь оборотных активов с движением денежных потоков	393
Глава 9. Принятие решений по управлению доходами, расходами и прибылью	398
9.1. Содержание и классификация доходов	398
9.2. Планирование (прогнозирование) выручки от реализации продукции	404
9.3. Систематизация расходов с позиции финансового менеджмента	406
9.4. Прибыль и ее роль в финансово-хозяйственной деятельности предприятия	414
9.5. Система управления прибылью	416
9.6. Методы планирования (прогнозирования) прибыли	421
9.7. Моделирование безубыточной деятельности предприятия с помощью эффекта производственного рычага	427
9.8. Взаимодействие эффектов производственного и финансового рычагов	434
Глава 10. Принятие решений о формировании и исполнении операционных и финансовых бюджетов	437
10.1. Назначение, цель и задачи бюджетирования	437
10.2. Роль бюджетов в принятии финансовых решений	441
10.3. Классификация и содержание бюджетов	443
10.4. Условия формирования системы эффективного бюджетного управления	448
10.5. Период бюджетирования	452
10.6. Технология разработки бюджетов	454
10.7. Внутрифирменный контроль за исполнением бюджетов	459
Рекомендуемая литература	463

Глава 1

ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ КАК ИСКУССТВО ПРИНЯТИЯ УПРАВЛЕНЧЕСКИХ РЕШЕНИЙ

1.1. Содержание и назначение финансов предприятий (корпораций)

Наличие товарно-денежных отношений в хозяйстве современной России предполагает использование таких стоимостных (экономических) категорий, как «деньги», «цена», «капитал», «прибыль», «финансы», «кредит» и др. Они представляют собой теоретическое (абстрактное) выражение определенных общественных отношений между людьми в процессе производства, распределения, обмена и потребления материальных благ.

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

Государство выступает не только как субъект собственности на определенную часть имущества, но и в качестве агента производства — хозяйствующего субъекта (финансовая поддержка из федерального бюджета приоритетных отраслей хозяйства, науки, экспорта товаров, закупок сельскохозяйственного сырья, подготовки кадров и др.).

Развитие денежных отношений, выраженных финансами, происходит по относительно частным закономерностям. Основные из них следующие.

Во-первых, финансовые отношения непосредственно порождаются государством, в то время как другие стоимостные категории (деньги, цена, амортизация, прибыль) обусловлены ведением товарного хозяйства. Поясним данную закономерность.

1. Развитие финансовых отношений — объективная закономерность, возникающая на определенных этапах развития общества в связи с появлением государства.¹

¹ Впервые взаимосвязь финансов с возникновением государства обосновал в своих работах, изданных в 1970–1980 гг. прошлого столетия, проф. Э. А. Вознесенский.

2. Объем финансовых ресурсов, которыми располагает государство, в конечном итоге зависит от экономических условий.
3. Государство не может произвольно строить систему финансов, поскольку даже формы финансовых отношений определяются экономическими условиями, что непосредственно влияет на состав и структуру государственных доходов и расходов (фонд бюджетных средств).
4. Государство может устанавливать только такие виды налогов и сборов, которые соответствуют действию объективных экономических законов и потребностям развития производительных сил. Например, Налоговым кодексом РФ с 01.01.2001 г. установлено 28 федеральных, региональных и местных налогов и сборов вместо 43 прежних. Снижены ставки налога на прибыль, НДС и тарифы взносов в государственные внебюджетные фонды.
5. Государство, учитывая большое влияние финансов на экономику, часто использует их для усиления воздействия на экономический рост (увеличение валового внутреннего продукта и занятости населения, снижение темпов инфляции и т. д.).

Во-вторых, важным условием возникновения и развития финансов является сфера распространения товарно-денежных отношений в общей совокупности экономических связей. Чем шире представлена эта сфера, тем большее значение в хозяйственной системе имеют финансы.

В-третьих, финансы выражают денежные отношения, связанные с формированием и использованием централизованных и децентрализованных денежных фондов (фонда бюджетных средств и денежных фондов хозяйствующих субъектов).

В-четвертых, регулирующая деятельность конкретной страны, связанная с практическим использованием финансов, обособляется в финансовую политику государства. Ее осуществляют специально уполномоченные на это органы государственной власти (Министерство финансов РФ, Министерство экономического развития и торговли, Федеральная служба по финансовым рынкам и др.).

В-пятых, финансы в своей развитой форме включают не только общегосударственные финансы, но и государственный кредит, финансы предприятий и корпораций.

Указанные закономерности позволяют определить финансовые отношения как относительно самостоятельную экономическую науку, связанную с практическим использованием финансов в общественном воспроизводстве, изучающую их содержание, формы проявления, закономерности, роль в хозяйственной системе.

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

- денежный (стоимостный) характер финансовых отношений;
- распределительный (перераспределительный) характер финансовых отношений;
- фондовый характер денежных отношений, выражающих категорию «финансы»;

- финансовые отношения всегда связаны с образованием доходов и поступлений средств, принимающих форму финансовых ресурсов;
- финансовые отношения, будучи объективными, тем не менее регулируются государством.

Дадим краткую характеристику каждого признака.

1. Финансовые отношения между экономическими субъектами и государством носят денежный (стоимостной) характер, позволяющий отделить финансы от натуральных сборов, доминирующих в эпоху рабства и феодализма. Появление финансовых отношений всегда сопровождается реальным движением денежных средств, что характерно для развитого рыночного хозяйства.

2. Финансы выражают распределение (перераспределение стоимости валового внутреннего продукта (ВВП)). Эти процессы характерны для второй стадии воспроизводственного процесса — распределение стоимости ВВП в денежной форме (рис. 1.1). На данной стадии движение стоимости в денежной форме осуществляется обособленно от движения товаров, что вызвано ее отчуждением (переходом от одного владельца к другому — государству в форме косвенных налогов) или целевым разделением каждой части стоимости в рамках одного владельца — на фонды возмещения, потребления и прибыль. Следовательно, на второй стадии воспроизводства имеет место одностороннее движение стоимости в денежной форме (Д–Д) без встречного эквивалента — товара.

Следует отметить, что на третьей стадии (обмен) распределенную стоимость в денежной форме обменивают на товарную форму, т. е. происходит акт купли-



Рис. 1.1. Движение ВВП по стадиям воспроизводственного процесса

продажи товара по рыночным ценам (Т–Д; Д–Т). Товарообменные операции об-служивают две категории:

- деньги как всеобщий эквивалент, в результате чего общественный продукт распределяют между субъектами воспроизводства;
- цена, на основе которой происходит количественное соизмерение стоимо-сти в денежной и товарной формах.

Других стоимостных инструментов для процесса обмена не требуется.

Сферой возникновения и функционирования финансов является вторая ста-дия общественного воспроизводства, где происходит распределение ВВП по целе-вому назначению (на фонды возмещения, потребления и накопления) и субъек-там хозяйствования. Благодаря финансам осуществляются многообразные процессы перераспределения стоимости общественного продукта во всех звеньях народно-го хозяйства и непроизводственной сфере. Аналогичный процесс происходит на уровне отдельных предприятий и корпораций, где объектом распределения явля-ется выручка от продаж (рис. 1.2).

Распределение (перераспределение) стоимости ВВП с помощью финансов со-провождается движением денежных средств, принимающих форму финансовых ресурсов. Они составляют материальную основу финансов. Денежные ресурсы образуются у хозяйствующих субъектов за счет доходов от реализации товаров (услуг) и прочих поступлений. Часть их передается государству в форме налогов и сборов и принимает форму бюджетного и внебюджетных фондов. Итак, финан-совые ресурсы выступают материальным носителем финансовых отношений в хо-зяйственной системе.

Состав финансовых ресурсов предприятий (корпораций) представлен на рис. 1.3.

3. Использование финансовых ресурсов осуществляют через денежные фонды специального назначения, хотя возможна и нефондовая форма их расходования (например, сметная форма финансирования в бюджетных организациях).

Финансовые фонды — важная составная часть денежных фондов, создаваемых в народном хозяйстве России (например, фонд оплаты труда, ссудный фонд, ре-зервные фонды).

Фондовая форма функционирования финансовых ресурсов позволяет:

- теснее увязать удовлетворение любой потребности с экономическими воз-можностями государства;
- сконцентрировать финансовые ресурсы на приоритетных направлениях раз-вития общественного воспроизводства;
- полнее увязать общественные и личные интересы в целях развития произ-водства.

4. Финансовые отношения всегда связаны с формированием и использованием доходов, принимающих форму финансовых ресурсов. Ни одна из стоимостных категорий (кроме финансов) не обладает таким материальным носителем.

5. Финансовые отношения, будучи объективными, тем не менее регулируются государством посредством:

- налогов и налоговых льгот;
- финансовых санкций за несоблюдение налогового законодательства;

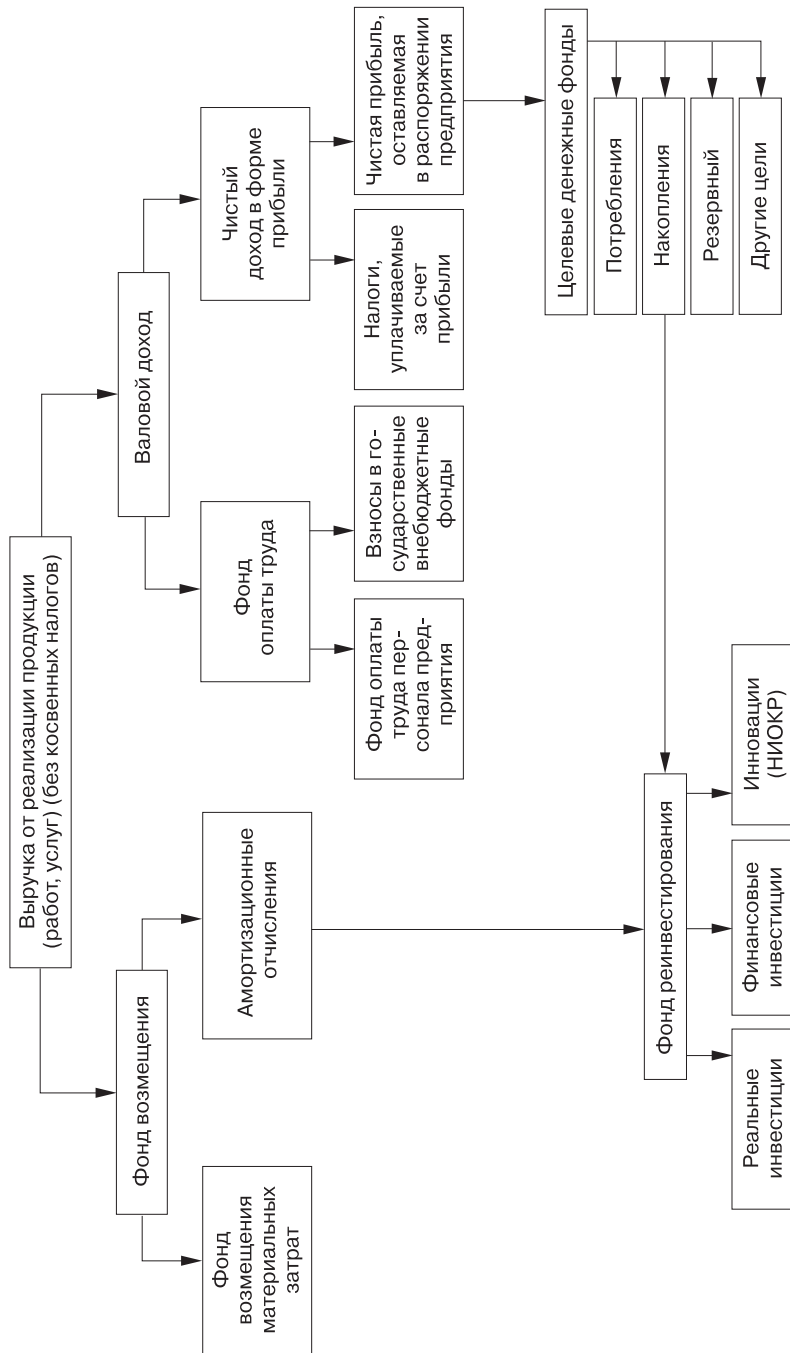


Рис. 1.2. Составляющие элементы выручки от продаж, используемые предприятиями России



Рис. 1.3. Состав финансовых ресурсов предприятий и корпораций

- порядка начисления амортизации по основным средствам и нематериальным активам (линейный и нелинейные методы);
- процентов по государственным ценным бумагам;
- учетной ставки Центрального банка России;
- тарифа взносов в государственные внебюджетные фонды;
- минимальной величины уставного капитала акционерных обществ закрытого и открытого типов и т. д.

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

Выделение существенных признаков финансов позволяет дать им следующее определение.

Финансы выражают систему денежных отношений, регулируемых государством в целях формирования и использования фондов финансовых ресурсов для удовлетворения различных общественных потребностей.

Данное определение является наиболее общим, характеризующим финансы как стоимостную (экономическую) категорию.

Наряду с общегосударственным важное звено системы финансов России составляют финансы предприятий различных форм собственности (хозяйственных товариществ и обществ, государственных унитарных предприятий, производственных кооперативов, финансово-промышленных групп, холдингов и других коммерческих организаций).

Финансы предприятий и корпораций выражают систему денежных отношений, возникающих в процессе хозяйственной деятельности и необходимых для формирования и использования капитала, доходов и денежных фондов.

К основным видам денежных (финансовых) отношений относят:

- отношения с внешними контрагентами;
- отношения с внутренними партнерами (с персоналом);
- отношения с банковской системой;
- отношения с бюджетной системой и государственными внебюджетными фондами.

В западных странах авторы изданий по корпоративным финансам и финансовому менеджменту обычно мало внимания уделяют теоретическим аспектам сущности финансов. Они сводят это понятие к прикладной управленческой функции, раскрывая в ней конкретные способы управления финансовой деятельностью компании.

Так, Э. Боди и Р. Мертон определяли финансы (finance) как «науку о том, каким образом люди управляют расходом и поступлением дефицитных денежных ресурсов на протяжении определенного периода времени. Финансовые решения характеризуются тем, что расходы и доходы: 1) разделены во времени; 2) как правило, не могут быть точно предсказаны ни теми, кто принимает решения, ни кем-либо другим».¹

Далее эти авторы отмечали, что, приняв конкретное финансовое решение, предприниматель претворяет его в жизнь с помощью финансовой системы.

Финансовая система (financial system) представляет собой совокупность рынков и других институтов, используемых для заключения финансовых сделок, обмена активами и рисками. Данная система включает в себя рынок ценных бумаг, финансовых посредников, фирмы, предлагающие услуги и органы, регулирующие деятельность всех этих учреждений.

Таким образом, в интерпретации западных ученых-экономистов англо-американской школы, финансы как учебная дисциплина включает три раздела знаний:

- 1) финансовый менеджмент — управление финансами корпораций, т. е. компаний со многими акционерами;
- 2) финансовый рынок и учреждения — эмитенты, инвесторы, финансовые посредники и органы, регулирующие их деятельность;
- 3) инвестиции — формирование инвестиционных ресурсов и вложение их в реальные или финансовые активы корпорации.

Рассмотрим важнейшие элементы категории финансов, характерные для российской практики.

Капитал — источники собственных и заемных средств, необходимых для формирования активов. Доходы — общий объем выручки (нетто) от реализации продукции (работ, услуг), а также поступлений от внереализационных операций. Денежный фонд — обособившаяся часть денежных средств предприятия, получившая целевое назначение и относительно самостоятельное функционирование.

¹ Боди Э., Мертон Р. К. Финансы / Пер. с англ. — М.: Вильямс, 2000. С. 38.

Денежные средства — это более широкое понятие, чем денежные фонды, которые составляют только часть денежных средств (в наличной и безналичной формах), находящихся в обороте предприятия.

Денежные потоки — целенаправленное движение денежных средств в текущей, инвестиционной и финансовой сферах деятельности предприятия (корпорации).

Будучи частью производственных отношений, финансы хозяйствующих субъектов относятся к экономическому базису общества.

Конкретное содержание и общественное назначение финансов проявляются в их функциях. Следует иметь в виду, что функция должна быть специфичной, свойственной данной стоимостной категории. Нельзя смешивать функцию экономической категории как формы проявления ее общественного назначения с ролью категории как результата ее практического использования в воспроизводстве.

В условиях рыночного (товарного) хозяйства правомерно признать за финансами предприятий (корпораций) наличие трех функций:

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

Первая из них (формирование капитала, доходов и денежных фондов) служит необходимым условием осуществления непрерывности воспроизводственного процесса. За счет первичного распределения выручки от продажи товаров образуются специальные фонды предприятий и корпораций, находящие отражение в их финансовых планах (бюджетах).

Следует отметить, что в соответствии с нормативными документами по бухгалтерскому учету в бухгалтерском балансе остатки фондов потребления и накопления, образованных в соответствии с учредительными документами и принятой учетной политикой за счет чистой прибыли по результатам работы за год, отдельно не отражаются. Соответствующие расшифровки, характеризующие использование чистой прибыли, приводятся в пояснениях к бухгалтерскому балансу и отчету о прибылях и убытках (в частности, в отчете об изменении капитала), а также в пояснительной записке.

В процессе перераспределения выручки от продаж за счет всех ее элементов ($c + v + m$) формируют следующие доходы государства:

1. За счет фонда возмещения (c) уплачивают налоги, включаемые в издержки производства и обращения (за пользование недрами, на воспроизводство минерально-сырьевой базы, лесной, водной, экологической и другие налоги).
2. От фонда оплаты труда (v) по установленным тарифам уплачивают единый социальный налог (взнос), зачисляемый в государственные внебюджетные фонды — Пенсионный фонд РФ, Фонд социального страхования РФ, фонды обязательного медицинского страхования РФ.
3. За счет прибыли (m) вносят в бюджет налог на прибыль и иные аналогичные обязательные платежи, относимые на счет «Прибыли и убытки».

Использование капитала, доходов и денежных фондов на цели, предусмотренные в финансовом плане (бюджете) предприятия (корпорации), составляет экономическое содержание второй функции финансов.

В процессе использования доходов предприятия происходит:

- его распределение (первичное разделение на составляющие элементы — $c + v + m$);
- перераспределение — при уплате налогов из прибыли в бюджетную систему государства;
- конкретное расходование образованных за счет прибыли денежных фондов, которое сопровождается встречным движением стоимости в товарной форме (Д–Т и Т–Д).

Например, приобретение за счет средств, направляемых на капитальные вложения, проектно-сметной документации, материалов и оборудования для строительства. В этой функции финансы способствуют превращению денежной формы стоимости в товарную и обратно.

Государство за счет полученных доходов (в форме налогов и сборов) осуществляет их использование на цели, предусмотренные в федеральном и региональных бюджетах. В третьей (контрольной) функции финансы используют для контроля за соблюдением стоимостных и материально-вещественных пропорций при образовании и использовании доходов предприятий (корпораций) и государства.

Данная функция базируется на движении финансовых ресурсов. Например, при уплате налогов и сборов в бюджетный фонд. Она предоставляет возможность государству воздействовать на конечные финансовые результаты деятельности хозяйствующих субъектов. Так, при рассмотрении дел о банкротстве должника (юридического лица) применяют следующие процедуры банкротства:

- наблюдение;
- финансовое оздоровление;
- внешнее управление;
- конкурсное производство;
- мировое соглашение.

Согласно федеральному законодательству о несостоятельности (банкротстве), юридическое лицо считается банкротом, если оно не способно удовлетворить требования кредиторов по денежным обязательствам и/или исполнить обязанность по уплате обязательных платежей (налогов и сборов) в течение трех месяцев с даты их возникновения. Состав и размер денежных обязательств и обязательных платежей определяют на дату подачи в арбитражный суд заявления о признании должника банкротом.

Инструментом реализации контрольной функции финансов выступает финансовая информация, содержащаяся в бухгалтерской отчетности. Эта информация служит исходной базой для расчета аналитических финансовых коэффициентов, характеризующих финансовую устойчивость, платежеспособность, доходность, деловую и рыночную активность деятельности предприятий. Финансовые показатели позволяют оценить результаты хозяйственной деятельности, наметить меры, направленные на устранение выявленных негативных моментов. Поскольку «сигналы», посылаемые контрольной функцией финансов, получают свое выражение через количественные финансовые показатели (объем продаж, инвестиции, активы, собственный капитал, прибыль и др.), то остро стоит вопрос о досто-

верности финансовой информации. Только при таком условии можно принимать обоснованные управленческие решения.

Контрольная функция, присущая финансам, может реализоваться на практике с большей или меньшей полнотой. Степень и полнота реализации контрольной функции финансов во многом определяется состоянием финансовой дисциплины в народном хозяйстве.

Финансовая дисциплина — это обязательные для всех хозяйствующих субъектов и должностных лиц порядок ведения финансового хозяйства, соблюдение установленных правил выполнения финансовых обязательств перед контрагентами и государством.

Финансовый контроль в народном хозяйстве осуществляют:

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

Контрольная функция обусловлена наличием у финансистов других функций и тесно с ними взаимосвязана.

В отличие от финансов кредит — форма движения ссудного капитала. Он предоставляется заемщикам банками на платной и возвратной основе. Как стоимостная категория кредит выполняет функцию замещения наличных денег кредитными орудиями обращения (осуществление расчетов не наличными деньгами, а различными платежными средствами: банковскими переводами, чеками и т. д.).

Ссудный капитал образуется из различных источников: за счет временно высвобождающихся из оборота средств хозяйствующих субъектов, населения, банков и бюджета.

Формирование ссудного капитала из указанных источников свидетельствует о тесной связи финансов и кредита, поскольку они являются денежными отношениями. Однако существуют различные способы предоставления финансовых и кредитных ресурсов экономическим субъектам.

1.2. Принципы организации финансов предприятий (корпораций)

В современных условиях предприятия (корпорации) обладают полной самостоятельностью в финансово-хозяйственной деятельности. Права и ответственность хозяйствующих субъектов зафиксированы в законодательных и нормативных актах органов представительной и исполнительной власти, и прежде всего в Гражданском, Налоговом и Бюджетном кодексах Российской Федерации.

Принципы организации их финансов связаны с целями и задачами, которые определены учредительными документами.

К принципам организации финансов можно отнести:

- саморегулирование хозяйственной деятельности;
- самокупаемость;

- самофинансирование;
- деление источников формирования оборотных средств на собственные и заемные;
- наличие финансовых резервов.

Принцип саморегулирования заключается в предоставлении предприятиям (корпорациям) полного приоритета в принятии и реализации решений по производственному и научно-техническому развитию исходя из имеющихся материальных, трудовых и финансовых ресурсов. Предприятие самостоятельно планирует свою деятельность и определяет перспективы развития исходя из спроса на выпускаемую продукцию (работы и услуги). Основу текущих и оперативных планов составляют договоры (контракты), заключаемые с потребителями продукции (услуг) и поставщиками материальных ресурсов. Финансовые планы призваны обеспечивать денежными ресурсами мероприятия, предусмотренные в производственных бизнес-планах, а также гарантировать соблюдение интересов бюджетной системы государства. Действие данного принципа связано с учетом интересов государства в определенных сферах экономики и политикой стимулирования приоритетных видов предпринимательской деятельности (например, малого бизнеса, энергетики, импортозамещающих производств, жилищного строительства и т. д.).

Предприятие непосредственно устанавливает объем своих доходов и расходов, источники финансирования текущей и инвестиционной деятельности, направления вложений денежных средств во внеоборотные и оборотные активы с целью получения прибыли. Оно вправе направлять собственные финансовые ресурсы не только на осуществление текущей (операционной) деятельности, но и на реальные и финансовые инвестиции краткосрочного и долгосрочного характера. Финансовые инвестиции осуществляют в форме приобретения ценных бумаг государства и других эмитентов, участия в уставных капиталах сторонних организаций, хранения денежных средств на депозитных счетах в банках с целью получения дополнительного дохода. Деятельность предприятия по формированию доходов и расходов регулируют законодательно установленными ставками налогов и сборов, уровнем штрафных санкций за несоблюдение налогового законодательства, способами начисления амортизации по основным средствам и нематериальным активам, ставками процентов за кредит и т. д. При всех условиях доходы предприятия от всех видов деятельности должны превышать расходы, что обеспечивает получение прибыли, необходимой для финансирования его развития.

Принцип самокупаемости предполагает, что средства, вложенные в развитие предприятия, должны окупиться за счет полученной прибыли и других собственных финансовых ресурсов. Эти средства призваны обеспечить минимум нормальной экономической эффективности принадлежащего предприятию капитала. При самокупаемости оно финансирует за счет использования собственных источников простое воспроизводство и вносит налоги в бюджетную систему страны. Реализация данного принципа на практике требует рентабельной работы всех хозяйствующих субъектов и ликвидации убытков. Не соблюдая это условие на практике, предприятие рискует принудительно изменить собственника, сферу деятельности и даже может быть ликвидировано.

В отличие от самокупаемости принцип самофинансирования предполагает не только рентабельную работу предприятия, но и формирование на коммерческой

основе финансовых ресурсов (внутренних и внешних), обеспечивающих не только простое, но и расширенное воспроизводство, а также доходной базы бюджетной системы. Развитие принципа самофинансирования обуславливает усиление материальной ответственности предприятий за соблюдение договорных обязательств, кредитно-расчетной и налоговой дисциплины. Уплата штрафных санкций за нарушение условий хозяйственных договоров, а также возмещение причиненных убытков другим организациям не освобождает предприятие (без согласия потребителей) от выполнения обязательств по поставкам продукции (работ, услуг).

Деление источников формирования оборотных средств на собственные и заемные определяется особенностями технологии и организации производства в отдельных отраслях народного хозяйства. В отраслях с сезонным характером производства повышается доля заемных источников формирования оборотных активов. В отраслях с несезонным характером (тяжелая промышленность, транспорт, связь и др.) в составе источников формирования оборотных средств преобладают собственные оборотные средства, подобная классификация источников формирования оборотных активов необходима для обеспечения устойчивой работы предприятий и сохранения их платежеспособности в течение отчетного и прогнозного периодов. Поэтому целесообразно соблюдать оптимальное соотношение между собственными и заемными источниками финансирования оборотных активов.

Образование финансовых резервов необходимо для обеспечения устойчивой работы предприятий (корпораций) в условиях возможных колебаний рыночной конъюнктуры, возросшей материальной ответственности за невыполнение обязательств перед партнерами.

В акционерных обществах финансовые резервы формируют в законодательном порядке из чистой прибыли, в других хозяйствующих субъектах их образование регламентировано учредительными документами.

Реализация данных принципов на практике должна осуществляться при разработке финансовой политики и организации системы управления финансами хозяйствующих субъектов. При этом целесообразно учитывать:

- сферу деятельности (коммерческая или некоммерческая деятельность);
- виды (направления) деятельности (экспорт, импорт);
- отраслевую принадлежность (промышленность, сельское хозяйство, транспорт, строительство, коммерция и т. д.);
- организационно-правовые формы предпринимательской деятельности.

Соблюдение указанных принципов на практике обеспечивает финансовую устойчивость и доходность (прибыльность) предприятий.

1.3. Особенности организации финансов предприятий различных форм собственности

Исходным звеном системы финансов России являются финансы предприятий и корпораций. Данное утверждение объясняется тем, что доходы от предпринимательской деятельности выступают источником финансовых ресурсов бюджетной системы государства.

Кроме того, этим хозяйственным структурам свойствен наиболее широкий спектр методов и приемов управления финансами (инвестиционная и дивидендная политика, необходимость работы на финансовом рынке и др.). Поэтому для них могут быть разработаны некоторые унифицированные подходы к принятию финансовых решений краткосрочного и долгосрочного характера.

Финансы предприятий и корпораций — это не только исходное звено, но и своеобразная часть всей системы финансов России. Им присущи черты, характерные для финансов в целом (как стоимостной категории), а также специфические особенности, свойственные отдельным сферам общественного воспроизводства (например, сфере материального производства и непродуцированной сфере). Существуют также различия в организации финансов, характерные для отдельных отраслей народного хозяйства (промышленности, сельского хозяйства, транспорта, строительства, коммунального хозяйства, торговли и т. д.). Они выражаются в формировании доходов (выручки от продаж), издержек производства и обращения, прибыли, основного и оборотного капитала и др.

В результате приватизации государственной собственности в России, осуществленной в 90-х гг. прошлого столетия, кардинально изменилась ее структура (табл. 1.1).¹

Таблица 1.1
Структура предприятий и организаций по формам собственности

Формы собственности	В процентах к итогу на 1 января									
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Итого	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
в том числе:										
государственная	16,7	14,3	9,3	5,4	5,1	4,8	4,5	4,3	4,3	4,3
муниципальная	8,8	8,8	7,3	6,5	6,3	6,4	6,5	6,4	6,4	6,4
частная	62,5	63,4	69,1	73,9	74,0	74,4	75,0	75,8	75,8	75,7
государственная и религиозных организаций объединений)	2,7	4,2	5,2	5,8	6,3	6,9	6,7	6,6	6,6	6,6
прочие формы собственности	9,3	9,3	9,1	8,6	8,3	7,5	7,3	6,8	6,8	6,8

Имеются также формы собственности в организации финансов на предприятиях (корпорациях) различных форм собственности. Их классификация по формам собственности изображена на следующей схеме (рис. 1.4).

Хозяйственными товариществами и обществами признают организации с разделенным на доли (вклады) учредителей уставным (складочным) капиталом. Имущество, созданное за счет вкладов учредителей (участников), а также произведенное (приобретенное) хозяйственным товариществом или обществом в процессе его деятельности, принадлежит тому или другому на правах собственно-

¹ Экономика и жизнь. 2004. № 25. С. 2.



Рис. 1.4. Классификация хозяйствующих субъектов по формам собственности в Российской Федерации

сти. Данные предпринимательские структуры занимают доминирующее положение в национальном хозяйстве России как по количеству, так и по объему делового оборота (табл. 1.2).

Рассмотрим систему правовых и финансовых отношений (внутренних и внешних), которые складываются в хозяйственных товариществах и обществах.

Участниками полных товариществ и полными товарищами в товариществах на вере могут быть юридические и физические лица. Хозяйственные товарищества и общества с ограниченной и дополнительной ответственностью не вправе выпускать акции. Участники указанных хозяйственных формирований обязаны вносить вклады в порядке, размерах и в сроки, предусмотренные учредительными документами.

Хозяйственные товарищества и общества ликвидируют в случаях:

- решения их учредителей (участников);
- решения суда при нарушении действующего законодательства, принципов хозяйственной деятельности (отсутствие лицензии и др.);
- объявления в судебном порядке коммерческой организации банкротом;
- добровольного объявления совместно с кредиторами о своей несостоятельности (банкротстве) и о добровольной ликвидации.

Таблица 1.2

Информация о государственной регистрации юридических лиц¹

Наименование юридических лиц	Всего на 01.07.2004 г.
1. Коммерческие организации — всего	1643259
В том числе:	
полные товарищества	531
товарищества на вере	706
общества с ограниченной и дополнительной ответственностью	1296808
акционерные общества (открытые и закрытые)	177944
производственные кооперативы	26506
унитарные предприятия	15737
Прочие коммерческие организации	125027
2. Некоммерческие организации — всего	512740
В том числе:	
потребительские кооперативы	47639
фонды	10466
учреждения	65649
некоммерческие партнерства	13126
государственные корпорации	135
Прочие некоммерческие организации и юридические лица	375725

При ликвидации юридического лица требования кредиторов удовлетворяют в следующей очередности:

- оплачивают требования граждан, перед которыми юридическое лицо несет ответственность за причиненный вред жизни или здоровью;
- производят расчеты по выплате выходных пособий и оплате труда лицам, работающим по трудовым договорам (контрактам), и по выплате вознаграждений по авторским договорам;
- погашают задолженность по обязательным платежам в бюджет и в государственные внебюджетные фонды;
- удовлетворяют требования по заложенным обязательствам перед коммерческими банками;
- осуществляют расчеты с другими кредиторами.

Требования каждой очереди удовлетворяют после полной оплаты требований предыдущей очереди. При недостаточности имущества ликвидируемой коммерческой организации его распределяют между кредиторами соответствующей очереди пропорционально суммам требований, подлежащих удовлетворению.

По решению суда требования кредиторов могут быть удовлетворены за счет остающегося имущества ликвидируемого юридического лица. Требования кредиторов, заявленные после истечения срока, установленного ликвидационной комиссией для их предъявления, оплачивают из имущества юридического лица, остающегося после удовлетворения требований, заявленных в срок. Требования

¹ Экономика и жизнь. 2004. № 38. С. 35.

кредиторов, не удовлетворенные из-за недостаточности имущества ликвидируемого юридического лица, считают погашенными. Удовлетворенными считают также требования кредиторов, не признанные ликвидационной комиссией, если кредиторы не обращались с иском в суд, а также требования, в удовлетворении которых решением суда кредиторам отказано.

Полным товариществом признают организацию, участники которой (полные товарищи) в соответствии с заключенными между ними договором занимаются предпринимательской деятельностью от имени товарищества и несут ответственность по его обязательствам принадлежащим им имуществом. Юридическое или физическое лицо может быть участником только одного полного товарищества. Оно создается и действует на основании учредительного договора, который подписывают все его участники. Учредительный договор содержит следующие данные:

- состав и размер складочного капитала;
- порядок изменения долей участника;
- ответственность участников за нарушение обязательств по внесению вкладов и др.

Управление деятельностью полного товарищества осуществляют по общему согласию участников в порядке, зафиксированном в учредительном договоре.

Участник полного товарищества обязан внести не менее 50% своего вклада в складочный капитал к моменту его регистрации. Остальная часть вклада должна быть внесена участниками в сроки, установленные учредительным договором. При невыполнении указанного условия участник обязан уплатить товариществу штраф в размере 10% годовых от невнесенной суммы вклада и возместить причиненные убытки.

Прибыль и убытки полного товарищества распределяют между его участниками пропорционально их доле в складочном капитале. Не допускается соглашение об устранении какого-либо из участников от участия в прибыли и убытках. Если вследствие понесенных товариществом убытков стоимость его чистых активов станет ниже величины складочного капитала, то полученную прибыль не распределяют между участниками до тех пор, пока размер чистых активов не превысит объем складочного капитала. В данном случае соблюдают следующее условие:

$$(\text{чистые активы}) > (\text{складочного капитала}). \quad (1.1)$$

Участники полного товарищества несут солидарную ответственность по его обязательствам своим имуществом (активами). Участник полного товарищества, который не является его учредителем, отвечает наравне с другими участниками по обязательствам, возникшим до вступления его в товарищество. Участник, выбывший из товарищества, вправе с согласия остальных его участников передать свою долю в складочном капитале или его часть другому участнику товарищества или третьему лицу. Обращение взыскания на долю участника в складочном капитале по собственным долгам участника допускается только при недостатке иного имущества для покрытия этих долгов. Кредиторы такого участника вправе потребовать от товарищества выделения части его имущества, соответствующей доле участника в складочном капитале, для обращения взыскания на данное имущество. Подлежащую выделению часть стоимости имущества товарищества уста-

навливают по бухгалтерскому балансу, составленному на момент предъявления кредитором требования о выделении.

Следовательно, финансовые отношения возникают между участниками полного товарищества при образовании складочного капитала, распределении прибыли, возмещении причиненных товариществу убытков, взаимоотношениях его членов с кредиторами, при нарушении договоров с контрагентами, а также с государством при уплате налогов и сборов.

Товарищество на вере (коммандитное товарищество) представляет собой коммерческую организацию, в которую наряду с участниками, осуществляющими предпринимательскую деятельность (полными товарищами), входят один или несколько участников (вкладчиков) — коммандистов, которые несут риск убытков от деятельности товарищества на вере. Риск убытков последних равен сумме внесенных ими вкладов в складочный капитал. Коммандисты не принимают участия в предпринимательской деятельности товарищества. Положение полных товарищей, участвующих в товариществе на вере, их ответственность по его обязательствам устанавливают в порядке, определяемом для полного товарищества.

Физическое лицо может быть полным товарищем только в одном товариществе на вере. Участник полного товарищества не может быть полным товарищем в товариществе на вере. Полный товарищ в товариществе на вере не может быть участником полного товарищества. Товарищество на вере формируется и действует на основании учредительного договора. Его подписывают все полные товарищи. Вкладчик товарищества на вере обязан внести вклад в складочный капитал. Внесение вклада удостоверяют свидетельством об участии, выдаваемым вкладчику товариществом.

Вкладчик вправе:

- получить часть прибыли товарищества на вере, приходящуюся на его долю в складочном капитале;
- знакомиться с годовым бухгалтерским отчетом товарищества;
- по окончании финансового года выйти из товарищества и получить свой вклад исходя из учредительного договора;
- передать свою долю в складочном капитале третьему лицу.

Товарищество на вере сохраняется, если в нем остается хотя бы один полный товарищ и один вкладчик. При ликвидации товарищества на вере, в том числе в случае банкротства, вкладчики имеют преимущественное право перед полными товарищами на получение вклада из имущества товарищества, остающегося после удовлетворения требований кредиторов. Остающееся после этого имущество распределяют между полными товарищами и вкладчиками пропорционально долям в складочном капитале.

Финансовые отношения в товариществе на вере возникают между полными товарищами и вкладчиками по поводу формирования складочного капитала, распределения прибыли, возмещения понесенных убытков, взаимоотношений с кредиторами и др.

В обществах с ограниченной ответственностью формируют не складочный, а уставный капитал, который разделен на доли, зафиксированные в учредительных документах.

Участники общества, не полностью внесшие вклады, несут солидарную ответственность по его обязательствам в пределах неоплаченной части вклада каждого из них. Общество не отвечает по обязательствам своих участников.

Общество с ограниченной ответственностью не может иметь в качестве единственного участника другое хозяйственное общество, состоящее из одного лица. Учредительными документами общества являются:

- учредительный договор, подписанный его участниками;
- утвержденный ими устав.

Если общество учреждает одно лицо, то его учредительным документом является устав. Уставный капитал общества состоит из стоимости вкладов его участников. Он определяет минимальный размер имущества общества, гарантирующий интересы его кредиторов.

Размер уставного капитала не должен быть ниже стократной величины минимального размера оплаты труда, установленного федеральным законодательством на дату представления документов для государственной регистрации общества. Размер доли участника в уставном капитале общества определяют в процентах или в виде дроби. Величина доли участника должна соответствовать соотношению номинальной стоимости его доли и учредительного капитала. Действительная стоимость доли участника соответствует части стоимости чистых активов общества, пропорционально размеру его доли. Уставом общества могут быть ограничены максимальный размер доли участника, а также возможность изменения соотношения долей его участников. Подобные ограничения нельзя устанавливать в отношении отдельных участников.

Вкладами в уставный капитал могут быть денежные средства, ценные бумаги, другие вещи, имущественные права, имеющие стоимостную оценку. Не допускается освобождение участника от обязанности внесения вклада в уставный капитал, в том числе путем зачета требований к обществу. На момент регистрации общества его уставный капитал должен быть оплачен участниками не менее чем на 50%. Остальные 50% подлежат оплате в течение первого года деятельности общества. При несоблюдении этого условия общество обязано объявить о снижении величины уставного капитала либо прекратить свою деятельность путем ликвидации. Если по окончании второго и каждого последующего года стоимость чистых активов будет ниже величины уставного капитала, то общество обязано объявить о его снижении. Если стоимость чистых активов остается меньше определенного законодательством минимального размера уставного капитала, то общество подлежит ликвидации. Снижение уставного капитала допускается после уведомления всех его кредиторов. Последние вправе потребовать досрочного погашения обязательств общества и возмещения им убытков. Увеличение уставного капитала возможно только после полного внесения всеми участниками вкладов в полном объеме.

Общество не вправе принимать решение о распределении прибыли между участниками:

- до полной оплаты всего уставного капитала;
- до выплаты действительной стоимости доли участника;

- если на момент принятия такого решения общество отвечает признакам несостоятельности (банкротства) или если указанные признаки появятся в результате принятия такого решения;
- если на момент принятия подобного решения стоимость чистых активов ниже уставного капитала и резервного фонда или станет меньше их требуемого объема в результате принятия соответствующего решения;
- в иных случаях, предусмотренных действующим законодательством.

После преодоления указанных негативных обстоятельств общество обязано выплатить участникам причитающуюся им сумму прибыли.

Общество может создавать резервные и иные фонды в размерах и порядке, предусмотренных его уставом. Общество вправе размещать облигации и другие эмиссионные ценные бумаги в порядке, определенном законодательством о ценных бумагах. Облигации выпускают на сумму, не превышающую размер уставного капитала или величину обеспечения, предоставленного обществу третьими лицами после полной оплаты уставного капитала. Участник общества вправе выйти из его состава независимо от согласия остальных его участников. В данном случае ему выплачивают стоимость части имущества, которая соответствует его доле в уставном капитале общества.

Общество с дополнительной ответственностью учреждают одно или несколько лиц в порядке, аналогичном обществу с ограниченной ответственностью. Участники такого общества несут субсидиарную ответственность по его обязательствам своим имуществом в одинаковом для всех кратном размере к стоимости их вкладов в уставном капитале. При банкротстве одного из участников его ответственность по обязательствам общества распределяют между остальными участниками пропорционально их вкладам в уставный капитал.

Финансовые отношения выражаются во взаимоотношениях между участниками общества при формировании уставного и резервного капиталов, распределении прибыли, а также при расчетах по обязательствам с кредиторами и с государством при уплате налогов и сборов в бюджетный фонд.

Акционерным признают общество, уставный капитал которого разделен на определенное количество обыкновенных и привилегированных акций. Доля последних не должна превышать 25% общей величины уставного капитала. Акционеры не отвечают по обязательствам акционерного общества и несут риск убытков, связанных с его деятельностью, в пределах стоимости принадлежащих им акций. Участники, не полностью оплатившие стоимость акций, несут солидарную ответственность по обязательствам общества в пределах неоплаченной стоимости принадлежащих им акций. Открытым признают акционерное общество, участники которого вправе реализовать принадлежащие им акции без согласия других акционеров. Данное общество вправе производить открытую подписку на эмитируемые им акции и их свободную продажу на фондовом рынке. Открытое акционерное общество обязано ежегодно публиковать для всеобщего обозрения бухгалтерский баланс и отчет о прибылях и убытках, что повышает доверие инвесторов к деятельности общества.

Закрытым акционерным обществом признают общество, акции которого распределяют только среди его учредителей или иного, заранее определенного круга

лиц. Данное общество не может проводить открытую подписку на эмитируемые им акции или другим способом предлагать их для приобретения сторонним инвесторам. Акционеры закрытого акционерного общества имеют приоритетное право покупки акций, реализуемых другими акционерами данного общества. Число акционеров закрытого акционерного общества не может превышать 50. В ином случае оно подлежит преобразованию в открытое акционерное общество в течение года. По истечении года закрытое акционерное общество ликвидируют в судебном порядке, если число участников не понизится до установленного законом предела.

Уставный капитал общества складывается из номинальной стоимости акций, приобретенных акционерами. Он определяет минимальный размер имущества общества, гарантирующего интересы его кредиторов. Минимальный уставный капитал открытого акционерного общества должен составлять не менее тысячекратной суммы минимального размера оплаты труда, определяемого законодательством на дату регистрации общества, а закрытого акционерного общества — не менее стократной суммы минимального размера оплаты труда. Не допускается освобождение акционера от обязанностей оплаты акций общества, в том числе путем зачета требований к обществу. Открытую подписку на акции общества не производят до полной оплаты уставного капитала. При учреждении общества все его акции должны быть распределены среди учредителей. Если по окончании второго и каждого последующего года стоимость чистых активов акционерного общества окажется ниже уставного капитала, то общество обязано объявить и зарегистрировать снижение уставного капитала. Если стоимость его чистых активов становится меньше определенного федеральным законодательством минимального объема уставного капитала, то общество ликвидируют.

Акционерное общество вправе по решению общего собрания акционеров увеличивать уставный капитал путем повышения номинальной стоимости акций или выпуска дополнительных акций. Повышение величины уставного капитала допускается после его полной оплаты. Увеличение уставного капитала для возмещения понесенных обществом убытков не допускается. Уставом может быть определено преимущественное право акционеров — владельцев обыкновенных акций на приобретение дополнительно эмитируемых акций.

Акционерное общество по решению общего собрания акционеров может уменьшать уставный капитал путем понижения номинальной стоимости акций или выкупа части их у владельцев. Возможность проведения такой операции предусматривают в уставе или вносят соответствующие изменения в этот документ. Снижение величины уставного капитала производят после уведомления в письменной форме в месячный срок всех кредиторов общества. Последние вправе требовать досрочного погашения обязательств и возмещения причиненных им убытков.

Акционерное общество вправе выпускать облигации, не превышающие величину уставного капитала или размер обеспечения, представленного обществу третьими лицами. При отсутствии обеспечения выпуск облигаций возможен не ранее третьего года деятельности общества и при условии утверждения к этому сроку двух годовых бухгалтерских балансов.

Общество не должно объявлять и выплачивать дивиденды:

- до полной оплаты всего уставного капитала;
- если стоимость чистых активов ниже величины его уставного и резервного капиталов либо станет меньше их размера в результате выплаты дивидендов;

- если на момент выплаты дивидендов оно отвечает признакам несостоятельности (банкротства) или указанные признаки появились у него в результате выплаты дивидендов;
- в иных случаях, определенных законодательными актами.

Участники общества заключают между собой договор, фиксирующий порядок осуществления или совместной деятельности по его созданию. Договор об образовании общества заключают в письменной форме. Его участники несут солидарную ответственность по обязательствам, возникшим до заключения этого договора. Общество несет ответственность по обязательствам учредителей, связанным с его созданием, только в случае последующего одобрения их действий общим собранием акционеров. Учредительным документом общества является его устав, утвержденный учредителями.

Акционерное общество может быть создано одним лицом или состоять из одного лица в случае приобретения акционером всех его акций. Акционерное общество не может иметь в качестве единственного участника другое хозяйственное общество, состоящее из одного лица. Общество может быть реорганизовано в иную форму собственности либо добровольно ликвидировано по решению общего собрания акционеров.

Хозяйственное общество признают дочерним, если основное общество (товарищество) в силу доминирующего участия в его уставном капитале либо в соответствии с заключенным между ними договором или иным способом определяет решения, принимаемые таким обществом. Дочернее общество не отвечает по обязательствам основного общества (товарищества). Основное общество, которое вправе давать дочернему обществу указания, отвечает солидарно с дочерним обществом по сделкам, заключенным последним во исполнение данных указаний. В случае несостоятельности (банкротства) дочернего общества по вине основного общества последнее несет субсидиарную ответственность по его договорным обязательствам. Участники (акционеры) дочернего общества вправе требовать возмещения основным обществом убытков, причиненных по его вине дочернему обществу, если иные правила отсутствуют в действующем законодательстве.

Хозяйственное общество считают зависимым, если другое (преобладающее) общество имеет свыше 20% его голосующих акций или более 20% уставного капитала общества с ограниченной ответственностью. Хозяйственное общество, которое приобрело более 20% голосующих акций акционерного общества или 20% уставного капитала общества с ограниченной ответственностью, обязано незамедлительно публиковать сведения об этом в порядке, предусмотренном законодательством о хозяйственных обществах. Пределы взаимного участия хозяйственных обществ в уставных капиталах друг друга и число голосов, которыми одно из таких обществ вправе пользоваться на общем собрании акционеров или участников другого общества, определяются законодательством.

Финансовые отношения возникают у акционеров общества со следующими субъектами хозяйствования:

- с учредителями при формировании уставного капитала;
- с акционерами — при увеличении или понижении размера уставного капитала;

- с акционерами и кредиторами — при выплате им дивидендов по акциям и корпоративным облигациям;
- с акционерами — при выкупе собственных акций с целью их досрочного погашения;
- с кредиторами — при погашении облигационного займа либо при досрочном погашении обязательств в случае уменьшения уставного капитала;
- со сторонними организациями — при слиянии или поглощении данного акционерного общества;
- с коммерческими банками — при получении и погашении кредитов и процентов по ним;
- с иными негосударственными финансовыми посредниками (страховыми компаниями, инвестиционными фондами, фондовыми и валютными биржами и т. д.);
- с дочерними и зависимыми обществами — при возмещении им убытков, причиненных основным обществом при покупке акций акционерного общества (в объеме свыше 20%);
- с центральной компанией — по перераспределению финансовых ресурсов, если акционерное общество входит в состав финансово-промышленной группы;
- с государством — по уплате налогов и сборов в бюджетный фонд и взносов во внебюджетные фонды и др.

Акционерные общества наиболее тесно связаны с формированием в России корпоративных структур в форме холдингов и финансово-промышленных групп.

1.4. Финансовая политика предприятия (корпорации)

Финансовая политика выражает целенаправленное формирование и использование финансовых ресурсов для реализации предприятием (корпорацией) стратегических и тактических задач, установленных учредительными документами (уставом).

В рамках данной политики могут решаться следующие задачи:

- усиление позиций на рынке товаров (работ, услуг), а также на финансовом рынке;
- достижение приемлемого объема продаж, прибыли, рентабельности активов и собственного капитала;
- обновление производственного потенциала;
- сохранение платежеспособности и ликвидности бухгалтерского баланса;
- возрастание благосостояния собственников или акционеров и др.

Содержание финансовой политики многогранно и включает в себя следующие приоритетные звенья:

- разработку оптимальной концепции управления денежными (финансовыми) потоками, обеспечивающей сочетание высокой платежеспособности и доходности с защитой от коммерческих рисков;
- определение основных направлений использования финансовых ресурсов на текущий период (декаду, месяц, квартал, год) и ближайшую перспективу;

- учет возможности развития производственно-торгового процесса прежде всего за счет собственных средств; кроме того, принимают во внимание состояние макроэкономической конъюнктуры (налогообложение, учетную политику, ставку банковского процента, нормы амортизационных отчислений по группам основных средств и т. д.);
- определение практических действий, направленных на достижение поставленных целей (финансовый анализ и контроль, бюджетирование доходов и расходов, выбор способов финансирования текущей и инвестиционной деятельности, оценка эффективности инвестиционных проектов и финансовых активов и пр.).

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

- максимизация прибыли как источника экономического роста;
- оптимизация структуры и стоимости капитала;
- обеспечение финансовой устойчивости, деловой и рыночной активности;
- достижение финансовой открытости для собственников, акционеров (учредителей), инвесторов, кредиторов и других контрагентов;
- использование рыночных методов привлечения капитала с помощью эмиссии корпоративных ценных бумаг, финансовой аренды (лизинга), проектного финансирования;
- разработка эффективного механизма управления финансами на основе диагностики финансового состояния и прогнозирования с учетом постановки стратегических целей и поиска путей их достижения, адекватных рыночным условиям.

Финансовая стратегия — это совокупность ключевых целей и основных способов их достижения. Стратегией нельзя считать простое определение желаемых целей и возможных способов их реализации. Стратегия должна отражать реальные возможности развития предприятия (корпорации). Поэтому она выражает реакцию на объективные внутренние и внешние условия его деятельности.

Финансовая стратегия — долговременный курс финансовой политики, рассчитанный на перспективу и предполагающий решение крупномасштабных задач развития предприятия.

В процессе ее разработки прогнозируют основные тенденции развития хозяйственно-финансовой деятельности, намечают концепцию формирования и использования ресурсного потенциала, определяют принципы финансовых отношений предприятия с государством (налоговая, ценовая и учетная политика) и контрагентами (поставщиками, покупателями, инвесторами, кредиторами, страховщиками и др.).

Стратегия предполагает выбор альтернативных путей развития предприятия (корпорации). При этом используют прогнозы, опыт и интуицию специалистов (менеджеров), аналитиков и экспертов для мобилизации финансовых ресурсов, обеспечивающих достижение поставленных целей. В рамках стратегии определяют конкретные цели и задачи производственной и финансовой деятельности и принимают текущие управленческие решения.

К важнейшим направлениям разработки финансовой стратегии предприятия (корпорации) относят:

- анализ и оценку финансово-экономического состояния;
- разработку учетной и налоговой политики;
- разработку кредитной политики;
- финансовое планирование;
- управление основным капиталом;
- амортизационную политику;
- управление оборотным капиталом и кредиторской задолженности;
- управление заемными средствами;
- управление текущими (операционными) издержками, сбытом продукции, доходами и прибылью;
- финансовую логистику (управление закупками);
- ценовую политику;
- выбор дивидендной и инвестиционной политики;
- оценку достижений предприятия (корпорации) и его рыночной стоимости.

Выбор стратегии не гарантирует получения прогнозируемого эффекта (дохода) вследствие влияния внешних факторов, в частности состояния товарного и финансового рынков, налоговой, бюджетной, таможенной и денежно-кредитной политики государства.

Составной частью финансовой стратегии является перспективное финансовое планирование, ориентированное на достижение основных параметров деятельности предприятия: объема продаж, прибыли, рентабельности, финансовой устойчивости, платежеспособности и др.

Финансовая тактика направлена на решение более частных задач конкретного этапа развития предприятия (корпорации) путем своевременного изменения способов организации финансовых связей, перераспределения денежных ресурсов между видами расходов и структурными подразделениями (филиалами). При относительно стабильной финансовой стратегии финансовая тактика должна отличаться гибкостью, что вызывается изменением рыночной конъюнктуры (спроса и предложения на ресурсы, товары, услуги и капитал).

С финансовой тактикой предприятия связано понятие «финансовая гибкость», что позволяет определить способность предприятия оперативно привлекать необходимый объем финансовых ресурсов, предварительно оценив их состав и структуру. Для подобной оценки используют коэффициент самофинансирования развития предприятия ($K_{сфр}$), вычисляемый по формуле:

$$K_{сфр} = \frac{\Delta C\Phi P}{\Delta \Phi P}, \quad (1.2)$$

где $\Delta C\Phi P$ — объем прироста собственных финансовых ресурсов в рассматриваемом периоде (месяц, квартал, год); $\Delta \Phi P$ — общий объем прироста финансовых ресурсов за счет всех источников в рассматриваемом периоде.

Стратегия и тактика являются составными элементами финансовой политики предприятия. Для принятия управленческих решений в области финансовой по-

литики используют информацию, приведенную в бухгалтерской и статистической отчетности, в оперативном и управленческом учете, которая и служит главным источником данных для определения показателей, применяемых в финансовом анализе, внутрифирменном финансовом планировании и контроле.

Финансовый анализ представляет собой процесс изучения финансового состояния и конечных результатов хозяйственной деятельности предприятия с целью поиска резервов роста его рыночной стоимости и достижения эффективного развития. Он включает следующие звенья:

- оценку финансовых возможностей (финансового потенциала) для определения стратегических целей;
- распределение и оценку эффективности движения денежных потоков по видам деятельности (текущей, инвестиционной и финансовой) исходя из стратегии производства и продаж;
- выявление дополнительной потребности в финансовых ресурсах и каналов их поступления (банковский кредит, эмиссия собственных акций и облигаций, финансовый лизинг, коммерческий кредит и др.);
- трансформацию денежных ресурсов в форму, которая наглядно характеризует финансовые возможности предприятия, что находит отражение в его отчетности;
- оценку эффективности принятых финансовых и инвестиционных решений через показатели финансовой устойчивости, платежеспособности, деловой и рыночной активности внутри страны и за рубежом.

Внутрифирменное финансовое планирование характеризует процесс разработки и исполнения системы финансовых планов по важнейшим направлениям операционной и инвестиционной деятельности предприятия, обеспечивающим реализацию его финансовой политики в предстоящем периоде.

В систему финансовых планов включают составление следующих оперативных документов (на месяц, квартал, год):

- бюджета доходов и расходов по предприятию в целом и его структурным подразделениям (филиалам);
- бюджета движения денежных средств по видам деятельности и по центрам финансовой ответственности (центрам финансового учета);
- бюджета по балансовому листу (прогноза активов и пассивов);
- инвестиционного (капитального) бюджета и др.

Финансовый контроль предполагает возможность разработки:

- системы контроля за показателями (их изменением) в текущем и прогнозном периодах;
- организационных мероприятий по устранению недостатков (отклонений от плана);
- системы стимулирования работников (специалистов);
- процедуры наблюдения за движением денежных потоков по основным видам деятельности предприятия;
- системы бюджетного управления;
- системы экономической безопасности.

В повседневной практике финансовой работы всегда стоит противоречивая задача: поддержание постоянной ликвидности и получение прибыли в интересах собственников предприятия. С одной стороны, важно располагать наличными денежными средствами для обеспечения интересов собственника (или акционеров), а с другой — для получения приемлемой прибыли, из которой выплачивают дивиденды владельцам акций, необходимо направлять в оборот ту же самую наличность.

В разрешении данного противоречия и заключается главная цель деятельности финансового директора предприятия (корпорации).

1.5. Финансовый менеджмент как искусство управления финансами предприятия (корпорации)

В современных условиях менеджмент выражает гибкий механизм управления, который ориентирован на быстрые изменения во внешней и внутренней среде хозяйствования, максимальное удовлетворение интересов собственников (акционеров) и персонала предприятий и корпораций (акционерных компаний).

Менеджмент предполагает использование новых информационных технологий, инициативы и умения руководителей и служащих предприятия работать в динамичной рыночной среде.

В западной терминологии менеджмент (управление) рассматривают как деятельность специалистов, занятых руководством предприятия (корпорации, фирмы и т. п.) и осуществляющих процессы организации, планирования, регулирования и контроля материальных, трудовых и финансовых ресурсов для достижения поставленной цели. Традиционно основными звеньями менеджмента считают производство, маркетинг и финансы. Финансовый менеджмент представляет собой весь процесс управления воспроизводством на микроуровне с помощью формирования и использования финансовых ресурсов, капитала и денежных потоков, необходимых для осуществления предпринимательской деятельности в условиях риска с целью выполнения предприятием своих функций.

Финансовый менеджмент как наука об управлении финансами хозяйствующих субъектов имеет свою цель и задачи. Главная цель финансового менеджмента заключается в максимизации благосостояния собственников (владельцев) предприятия в текущем и будущем периодах. Данная цель находит конкретное выражение в обеспечении роста рыночной стоимости (цены) компании.

Достижение подобной цели зависит от ряда факторов:

- ожидаемого дохода (на одну акцию);
- надежности этого дохода;
- выбора подходящего момента времени для получения дохода (прибыли);
- эффективности использования заемных средств;
- политики выплаты дивидендов (дивиденда, приходящегося на одну акцию).

Однако эта цель вступает в противоречие с другой распространенной концепцией, согласно которой целью финансового менеджмента является максимизация прибыли. Следует иметь в виду, что оптимизация рыночной стоимости капитала предприятия (корпорации) не всегда может быть достигнута за счет увеличения

прибыли. Дело в том, что прибыль, остающаяся в распоряжении предприятия после уплаты налогов, можно полностью направить на потребление. В результате не останется реального источника финансирования программ развития предприятия, что приведет в конечном итоге к падению его рыночной стоимости. Кроме того, значительный объем прибыли может быть получен за счет роста уровня предпринимательского и финансового рисков, что также может привести к снижению рыночной стоимости компании. Поэтому в рыночной хозяйственной системе максимизация прибыли может быть признана одной из важных задач финансового менеджмента, но не его ключевой целью.

Задачи финансового менеджмента состоят в следующем:

- обеспечение формирования достаточного объема финансовых ресурсов, необходимых для производственного и научно-технического развития;
- достижение эффективного использования сформированного объема финансовых ресурсов по важнейшим направлениям хозяйственной деятельности;
- оптимизация денежных потоков (приток денежных средств регулярно превышает их отток и в результате формируется резерв денежной наличности);
- максимизация прибыли в условиях допустимого уровня коммерческого риска;
- обеспечение минимизации коммерческого риска при заданном объеме прибыли;
- достижение финансовой устойчивости и платежеспособности;
- оптимизация налоговых платежей в бюджетную систему государства;
- внедрение системы финансового управления на основе бюджетирования доходов, расходов и капитала и др.

Результатом решения этих задач является обеспечение сбалансированности денежных и материальных потоков и формирование финансовых ресурсов, необходимых для обеспечения запланированной деятельности предприятия и выполнения всех обязательств и условий договоров.

С практической точки зрения финансовый менеджмент — это искусство управления финансами предприятий и корпораций в условиях действия факторов внутренней и внешней среды, т. е. денежными отношениями, связанными с образованием и расходованием их дохода (выручка от реализации), прибыли, капитала и денежных фондов в рамках принятой стратегии и тактики.

В отечественной литературе по экономике и финансам можно встретить и другие определения этого термина.

Финансовый менеджмент уверенно вошел в отечественную хозяйственную практику, где используют широкий набор методов и приемов, накопленных мировой рыночной экономикой. Среди них заметное место занимают:

- диагностика финансовой деятельности предприятий и корпораций;
- финансовое планирование и бюджетирование;
- определение соотношения риска и доходности финансовых активов;
- оценка стоимости (цены) и структуры капитала;
- концепция денежного потока (Cash–Flow, CF) и временной стоимости денег;
- концепция эффективности рынка капитала;
- агентские отношения в корпорации и др.

Концептуальный подход к управлению финансами, представленный зарубежными учеными-экономистами, преобладает за рубежом. Однако в некоторых индустриально развитых странах можно встретить и другие подходы. Так, в Германии проблемы управления финансами фирмы разделены на два направления:

- методологические основы теории финансов, включая логику принятия финансовых и инвестиционных решений долгосрочного характера, рассматривают в курсе «Финансирование и инвестиции»;
- вопросы тактического и оперативного управления финансами раскрывают в курсе «Контроллинг, который включает в себя многие разделы учебных дисциплин «Финансовый менеджмент» и «Управленческий учет» в их англо-американском изложении.

Российский финансовый менеджмент в отличие от зарубежного развивается в условиях экономики, которая характеризуется нестабильностью, высокой инфляцией (10–12% в год), кризисом неплатежей, большой налоговой нагрузкой на товаропроизводителей, а также немалой степенью предпринимательского и финансового рисков.

В условиях быстрого изменения внешних и внутренних условий хозяйствования те управленческие решения, которые прежде обеспечивали предприятию финансовый успех, сегодня могут привести к обратному результату. Поэтому искусство управления финансами требует своевременной корректировки его экономической стратегии и тактики, непрерывного поиска новых методических приемов обоснования управленческих решений (нелинейные способы начисления амортизации по основным средствам и нематериальным активам, финансовый лизинг, эмиссия корпоративных ценных бумаг, проектное финансирование долгосрочных инвестиционных проектов, финансовый инжиниринг и т. д.).

Несмотря на высокий динамизм развития финансового менеджмента в России и за рубежом, ему присущи характерные черты, без знания которых неизбежны просчеты в принятии финансовых и инвестиционных решений. Это относится к общим принципам формирования структуры источников капитала (пассивов), состава имущества (активов), методам управления денежными потоками, инвестициями и финансовыми рисками, способам финансового управления в условиях кризисного развития предприятия и выхода из такого состояния.

Следует отметить, что значительный вклад в развитие теории и практики отечественного финансового менеджмента внесли такие ученые-экономисты, как И. Т. Балабанов, Л. П. Белых, М. Н. Крейнина, В. В. Ковалев, Е. С. Стоянова, Т. В. Теплова, Н. Н. Тренев, Э. А. Уткин, М. А. Федотова, Е. М. Четыркин и др.

Необходимые условия развития финансового менеджмента в России следующие:

- разнообразие форм собственности;
- самофинансирование предпринимательской деятельности;
- рыночное ценообразование;
- наличие рынков товаров, труда и капитала;
- развитие крупных вертикально-интегрированных предпринимательских структур (холдингов и ФПГ);

- четкая регламентация государственного вмешательства в деятельность хозяйствующих субъектов, которая определяется системой рыночного законодательства («Об акционерных обществах», «О рынке ценных бумаг», «О банках и банковской деятельности» и др.).

Особенности финансового менеджмента на предприятиях (корпорациях) в условиях рыночной экономики можно сформулировать как:

- его гибкость, т. е. учет конъюнктуры рынка;
- ориентация управления финансами на рынок;
- учет при принятии финансовых и инвестиционных решений фактора риска;
- использование бюджетирования как основы оперативного управления финансами.

Роль финансового менеджмента состоит в том, что он помогает руководству предприятия (корпорации) ответить на следующие практические вопросы:

- какой объем финансовых ресурсов необходим для успешной работы хозяйствующего субъекта в условиях конкурентной среды;
- из каких источников можно получить эти финансовые ресурсы и какова их рациональная структура (соотношение между собственными, привлеченными и заемными средствами);
- каким образом следует осуществлять оперативное управление финансовыми ресурсами и капиталом для обеспечения финансовой устойчивости, платежеспособности и доходности предприятия в краткосрочном и долгосрочном периодах;
- в какой пропорции следует направлять чистую прибыль предприятия на выплату дивидендов владельцам акций и на развитие производства.

Финансовый менеджмент наиболее тесно связан с финансами акционерных обществ (корпораций), т. е. с денежными отношениями по поводу формирования и использования доходов, денежных фондов и капитала, вовлеченных в производственно-торговый процесс. К такому капиталу относятся:

- нераспределенная прибыль;
- амортизационные отчисления;
- доходы от выпуска эмиссионных ценных бумаг (акций и облигаций);
- кредиты коммерческих банков;
- иные денежные средства (кредиты и займы юридических лиц, кроме коммерческих банков, средства иностранных инвесторов и др.).

Финансовый менеджмент выражает специфическую область денежных отношений сферы микроэкономики предприятий и корпораций. Он тесно связан с совокупностью решений, принимаемых дирекцией предприятия (корпорации) в связи с формированием и поддержанием оптимальной структуры капитала в условиях риска. Такие решения принимают в целях максимизации доходов владельцев акций (собственников компании).

Финансовый менеджмент включает следующие разделы знаний:

- финансовый анализ в системе принятия решений на основе его данных;
- планирование привлечения и использования краткосрочных финансовых ресурсов (обеспеченное краткосрочное финансирование — движение денеж-

ной наличности; необеспеченное краткосрочное финансирование — коммерческий кредит);

- прогнозирование привлечения и использования долгосрочных финансовых ресурсов (долгосрочный банковский кредит, финансовая аренда — лизинг, эмиссия корпоративных ценных бумаг);
- анализ и оценка эффективности реальных инвестиционных проектов;
- управление портфелем финансовых активов;
- дивидендная политика;
- оценка возможного риска;
- контроль за выполнением решений финансового и инвестиционного характера.

Основной задачей финансового менеджмента является достижение максимального дохода (в форме дивидендов) по акциям собственников при сохранении достаточной финансовой устойчивости и платежеспособности предприятия (корпорации), т. е. нахождение оптимального режима предпринимательской деятельности.

Финансовый менеджмент тесно связан:

- с общим доходом акционерной компании, приходящимся на одну акцию и с ценой акции;
- с риском потерь из-за неблагоприятной деловой ситуации на финансовом рынке.

Исходя из целей максимизации прибыли акционерное общество должно предпринимать действия, ведущие к получению приемлемого объема чистого дохода. Поэтому при наличии альтернативы целесообразно принимать те решения, которые приводят к повышению курса акций либо к увеличению выплачиваемой суммы текущих дивидендов. Прибыль и риск воздействуют на цену акций прямо противоположным образом, т. е. более высокая прибыль вызывает рост дивидендов, а следовательно, и повышение спроса на акции на фондовом рынке. С другой стороны, увеличение риска данных финансовых активов обуславливает понижение их цены (особенно для умеренных и консервативных инвесторов), что может привести к интенсивной продаже таких акций на фондовой бирже их владельцами и к падению финансовой устойчивости акционерной компании-эмитента. Поэтому прибыль и риск представляют собой ключевые элементы финансового менеджмента. Соотношение этих переменных в каждый данный момент определяет конкретные решения финансового директора акционерной компании и его поведение на фондовом рынке.

Общая схема организации финансового менеджмента в крупной акционерной компании показана на рис. 1.5.

Итак, финансовый менеджмент выражает управление финансами предприятий (корпораций), т. е. денежными операциями, имеющими целью получение приемлемого дохода в форме прибыли, а также иными сделками, вытекающими из их устава.

На практике финансовый менеджмент призван разрешить противоречие, которое возникает между целями хозяйственной деятельности предприятия и финансовыми возможностями их достижения на различных этапах развития.

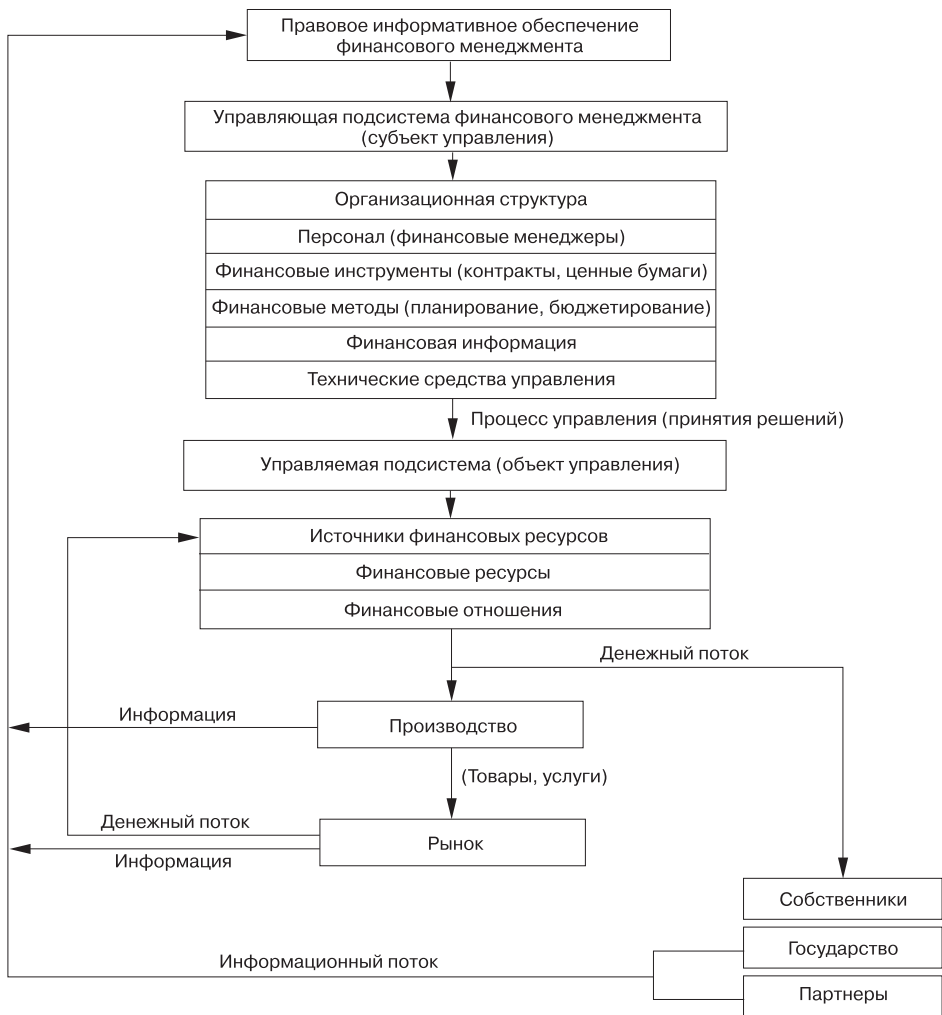


Рис. 1.5. Схема организации финансового менеджмента на предприятии (в корпорации)

1.6. Базовые концепции финансового менеджмента

Финансовый менеджмент как наука выражает систему принципов и методов принятия и реализации управленческих решений по движению денежных потоков, связанных с образованием и использованием реальных и финансовых активов предприятий и корпораций. Он базируется на ряде фундаментальных концепций, разработанных в рамках современной теории финансов и применяемых для исследования событий, происходящих на финансовом рынке. К ним относятся следующие концепции:

- дисконтированного денежного потока (Discounted Cash Flow, *DCF*);
- структуры капитала;

- влияния дивидендной политики на курс акций;
- теория портфеля и оценка доходности финансовых активов (Capital Asset Pricing Model, *САРМ*);
- ценообразования опционов;
- эффективного рынка и компромисса между риском и доходностью финансовых активов (Efficient Markets Hypothesis, *EMH*);
- временной ценности денежных средств;
- агентских отношений и др.

Концепция анализа дисконтированных денежных потоков (*DCF*) имеет практическое значение, поскольку почти все финансовые и инвестиционные решения связаны с оценкой этих потоков. Концепция *DCF* базируется на понятии временной стоимости денег. Денежная единица сегодня имеет большую ценность, которая может быть получена в будущем. Это связано с тем, что денежная единица может быть инвестирована сегодня в материальные или финансовые активы для получения дохода.

Анализ денежных потоков (*DCF*) включает следующие этапы:

- расчет прогнозируемых денежных потоков (Future Value, *FV*);
- оценка степени их риска;
- включение уровня риска финансовых активов в финансовый анализ;
- определение настоящей (приведенной) стоимости денежного потока (Present Value, *PV*).

Формулы для расчета *FV* и *PV* следующие:

$$FV = PV \times (1 + r)^t; \quad PV = \frac{FV}{(1 + r)^t}, \quad (1.3)$$

где *FV* — прогнозируемые денежные потоки; *PV* — настоящая (приведенная) стоимость денежного потока; *r* — ставка процента или норма доходности (дисконтная ставка), доли единицы; *t* — число лет, за которое осуществляют вычисление денежного потока (расчетный период).

Коэффициент дисконтирования (*r*) всегда меньше единицы, так как в ином случае деньги сегодня стоили бы меньше, чем завтра. Разработчики теории *DCF* Д. Б. Уильямс и М. Д. Гордон полагали, что при анализе дисконтированного денежного потока необходимо использовать ставку дисконта, учитывающую альтернативные затраты капитала. Альтернативные издержки или затраты упущенных возможностей (*opportunity cost*) — это разница между результатами реально осуществленного и возможного (желаемого) инвестирования с учетом постоянных издержек и издержек исполнения финансовых операций.

На практике принятие финансового решения во многих случаях связано с отказом от какого-либо альтернативного варианта, который мог бы принести компании определенный доход. Данный упущенный доход целесообразно учитывать в процессе принятия управленческих решений.

В России в соответствии с указанными выше формулами определяют будущую и настоящую величину денежных потоков по реальным инвестиционным проектам, намечаемым к реализации.

Концепция структуры капитала помогает ответить на вопросы: каким образом предприятие (корпорация) должно формировать необходимый ему капитал и следует ли прибегать к заемным средствам или ограничиться собственным капиталом.

Авторы данной теории Ф. Модильяни и М. Миллер. Они исходили из условий использования идеального рынка капитала (с нулевым налогообложением), при наличии которого стоимость предприятия (компании) зависит не от структуры капитала, а исключительно от принятых им решений по инвестиционным проектам. Данные решения определяют будущие денежные потоки и уровень их риска.

Основная идея авторов заключалась в следующем. Если деятельность предприятия более выгодно финансировать за счет заемного капитала (вместо собственных средств), то держатели акций компании со смешанной структурой капитала могут продать часть ее акций и приобрести акции эмитента, не пользующегося заемным капиталом. Дефицит средств у такой компании восполняют за счет заемного капитала. Одновременные операции с ценными бумагами корпораций с относительно высоким и относительно низким удельным весом заемного капитала позволяют в конечном итоге выравнивать цены на финансовые активы таких компаний. Следовательно, исходя из данной теории, стоимость акций корпораций не связана с соотношением между заемным и собственным капиталом.

Данная теория является верной только при наличии некоторых предпосылок. Тем не менее, раскрыв те условия, при которых структура капитала не влияет на цену компании, указанные ученые внесли позитивный вклад в понимание возможного влияния долгового финансирования на структуру капитала.

Впоследствии Ф. Модильяни и М. Миллер несколько изменили свою первоначальную теорию, т. е. признали влияние налогообложения на структуру капитала. Таким образом, экономия за счет налоговых выплат обеспечивает повышение стоимости компании по мере увеличения доли займов в ее капитале. Однако начиная с определенного момента (до достижения оптимальной структуры капитала) при росте доли заемных средств стоимость компании начинает снижаться, так как налоговая экономия перекрывается ростом издержек по обслуживанию возможного долга (процентных платежей кредиторам).

Следовательно, модифицированная теория, называемая концепцией компромисса между экономией от снижения налоговых платежей и финансовыми издержками по заемным средствам, позволяет лучше понять факторы, определяющие оптимальную структуру капитала.

Концепцию влияния дивидендных выплат на курсы акций корпораций также предложили Ф. Модильяни и М. Миллер. Наряду с предпосылкой о наличии идеального рынка капитала они выдвигали следующие допущения:

- политика выплаты дивидендов не влияет на инвестиционный бюджет компании;
- поведение всех инвесторов является рациональным.

Приняв данные условия, они пришли к выводу, что политика выплаты дивидендов и структура капитала не влияют на стоимость капитала. Это означает, что каждая денежная единица, направленная на выплату дивидендов сегодня, понижает величину нераспределенной прибыли, предназначенной на инвестирование в новые активы, и данное уменьшение может быть компенсировано за счет дополнительной эмиссии акций. Новым владельцам акций необходимо будет выпла-

чивать дивиденды, и эти выплаты снизят приведенную стоимость ожидаемых дивидендов для прежних собственников на величину, равную сумме дивидендов, полученных ими в текущем году. Следовательно, каждая денежная единица полученных дивидендов лишает акционеров будущих доходов на эквивалентную в дисконтируемом периоде величину. Исходя из данной теории акционерам будет безразличен выбор между получением дивидендов на одну денежную единицу сегодня и получением их в будущем, так как приведенная стоимость составит ту же денежную единицу. Таким образом, дивидендная политика не окажет никакого влияния на цену акций корпорации.

Теория портфеля и модель оценки доходности финансовых активов (*SAPM*), разработанная Г. Марковицем, У. Шарпом и Д. Линтнером, приводят специалистов к следующим выводам:

- структура фондового портфеля влияет на степень риска собственных ценных бумаг компании;
- требуемая инвесторами доходность (прибыльность) акций зависит от величины этого риска;
- для минимизации риска инвесторам целесообразно объединять рискованные финансовые активы в портфель;
- уровень риска по каждому виду активов следует измерять не изолированно от остальных активов, а с точки зрения его влияния на общий уровень риска диверсифицированного портфеля.

Концепция *SAPM* базируется на предположении идеального рынка капитала, равнодоступности информации для всех инвесторов, все активы абсолютно делимы и могут быть проданы на рынке по существующей цене, не существует транзакционных издержек, не принимаются во внимание налоги и др.

Согласно этой теории, требуемая доходность для любого вида финансовых активов зависит от трех факторов:

- безрисковой доходности по государственным краткосрочным ценным бумагам;
- средней доходности на фондовом рынке в целом;
- индекса изменения доходности данного финансового актива (акции) по отношению к средней доходности на рынке ценных бумаг в целом.

Модель *SAPM* может быть представлена в виде формулы:

$$P_i = R_{fj} + (R_m - R_{fj}) \beta_i, \quad (1.4)$$

где P_i — ожидаемая доходность i -й акции компании, %; R_{fj} — безрисковая доходность, в качестве которой принимают доходность облигаций Казначейства США (в среднем 5–7% в год); R_m — ожидаемая доходность портфеля, состоящего из всех акций (или рыночного портфеля), %; β_i — бета-коэффициент i -й акции компании.

Модель *SAPM* означает, что премия за риск вложений в акции данной компании прямо пропорциональна рыночной премии за риск.

В США значение β -коэффициента определяют по статистическим данным для каждой компании, котирующей свои акции на фондовой бирже, и периодически

публикуют в специальных финансовых справочниках. Интерпретация β -коэффициентов для акций конкретной корпорации означает:

- при $\beta = 1$ — акции компании имеют среднюю степень риска, которая сложилась на фондовом рынке в целом;
- при $\beta < 1$ — акции компании менее рискованны, чем в среднем на фондовом рынке;
- при $\beta > 1$ — акции компании более рискованны, чем в среднем на фондовом рынке.

Расчет бета-коэффициента осуществляют по формуле:

$$\beta = \frac{K \times \delta}{\delta_{\text{фр}}}, \quad (1.5)$$

где β — бета-коэффициент акций корпорации; K — степень (коэффициент) корреляции между уровнем доходности по индивидуальному виду ценных бумаг (или по портфелю в целом) и средним уровнем доходности финансовых активов по фондовому рынку в целом; δ — среднее квадратическое (стандартное) отклонение по индивидуальному виду ценных бумаг (или по их портфелю в целом); $\delta_{\text{фр}}$ — среднее квадратическое (стандартное) отклонение по фондовому рынку в целом.

Графическое представление модели *CAPM* имеет вид, представленный на рис. 1.6.

Важным свойством модели *CAPM* является ее линейность относительно уровня риска, что дает возможность определить бета-коэффициент фондового портфеля как средневзвешенную величину коэффициентов, входящих в портфель финансовых коэффициентов:

$$\beta_{\text{фн}} = \sum_{i=1}^n \beta_i \times d_i, \quad (1.6)$$

где $\beta_{\text{фн}}$ — значение бета-коэффициента фондового портфеля компании; β_i — значение бета-коэффициента i -го финансового инструмента (акции) в портфеле компании; d_i — доля i -го финансового инструмента (акции) в портфеле компании; n — количество различных видов финансовых инструментов (акций) в портфеле ($i = 1, 2, 3 \dots n$).

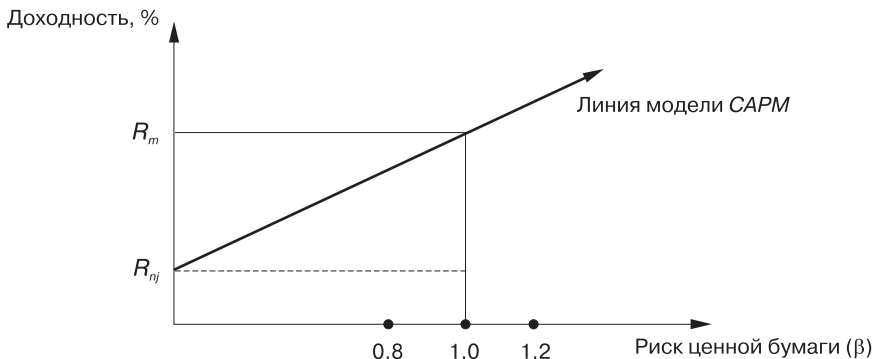


Рис. 1.6. Модель *CAPM*

Следовательно, модель *SAPM* имеет важное теоретическое значение для определения общей цены капитала компании и требуемой нормы доходности для отдельных финансовых инструментов, включаемых в инвестиционный портфель. Она представляет собой макроэкономическую модель ценообразования на рынке ценных бумаг. Однако ее действие обусловлено рядом нереалистичных предпосылок, и прежде всего наличием идеального рынка капитала, который во всем мире отсутствует. Поэтому на практике применяют факторные модели, построенные на базе методологии *SAPM*, а также анализ рисков на основе бета-коэффициентов.

Концепция ценообразования опционов была предложена Ф. Блеком и М. Шоулзом. Согласно этой теории, опцион выражает право, но не обязательство приобрести или продать финансовые активы (акции) по заранее согласованной цене в течение указанного в договоре (контракте) срока. Опцион может быть реализован или не реализован исходя из решения, принятого его владельцем. Важной особенностью опциона является то, что его держатель может в любой момент отказаться от его исполнения. Цель подобного контракта — защита от финансового риска, а также получение определенного дохода.

Таким образом, специфика опциона состоит также в том, что в случае купли-продажи, где он выступает объектом сделки, покупатель приобретает не статус собственности на акции, а право на их приобретение. В биржевой практике сделка купли-продажи опциона получила название контракта. В США единичный контракт заключают на полный лот, т. е. на 100 акций. Владелец (или покупатель) контракта выплачивает продавцу денежное вознаграждение (премию). В данной сделке продавец контракта обязуется продать или купить определенное количество акций. Опционы, которые обращаются на фондовых биржах, называют «котируемыми» опционами.

Торговлю опционами осуществляют аналогично акциям, т. е. на фондовой бирже их продают по системе двойного аукциона, а во внебиржевом обороте — на основе переговоров с продавцом. Их предметом является цена реализации опциона и дата окончания контракта. Внебиржевой оборот опционов более ограничен, чем внебиржевой рынок акций, что связано со следующими факторами:

- опционы в отличие от акций имеют ограниченный контрактом срок существования;
- цена опционов не стабильнее стоимости базовых активов (акций), которые они представляют.

Следовательно, операции с опционами осуществляют в целях получения прибыли на разнице в курсах либо для хеджирования, т. е. страхования своих акций от финансового риска. При этом в любом опционе (на покупку или продажу) участники контракта рассчитывают на противоположные тенденции в движении курсов акций. На повышение курса рассчитывает покупатель (владелец) опциона — на покупку и продавец опциона — на продажу. Соответственно понижение курса ожидают продавец опциона — на покупку и владелец (покупатель) опциона — на продажу. Вероятность выигрыша или проигрыша во многом зависит от типа опциона и от деловой ситуации на фондовом рынке.

Концепция эффективного рынка (*ЭМН*) базируется на наличии достоверной экономической информации, что позволяет субъектам рыночных отношений максимизировать доход (прибыль) от финансовых операций. Очевидно, что данное

условие не соблюдают ни на одном финансовом рынке, так как для получения объективной информации необходимы время и значительные денежные затраты. Поэтому модель *ЕМН* имеет свои разновидности: слабую, сильную и умеренную формы эффективности рынка.

В условиях слабой формы эффективности текущие цены на акции отражают только их динамику за предыдущие периоды. Сильная форма эффективности означает, что текущие цены отражают не только общедоступную информацию, но и сведения, полученные из конфиденциальных источников. При умеренной форме эффективности текущие цены характеризуют не только их динамику за предыдущий период, но и всю равнодоступную участникам рынка информацию.

Концепция асимметричности информации неразрывно связана с теорией рынка капитала. Ее содержание состоит в том, что отдельные участники рынка могут располагать информацией, которая недоступна другим его участникам. Поэтому каждый участник рынка полагает, что имеющейся в его распоряжении информацией не владеют конкуренты, а следовательно, он может принять обоснованное управленческое решение.

Концепция эффективности рынка тесно связана с теорией компромисса между риском и доходностью финансовых активов. Данная теория состоит в том, что получение дохода на финансовом рынке чаще всего сопряжено с риском. Связь между доходностью и риском прямо пропорциональна: чем выше требуемая инвестором доходность на вложенный капитал, тем больше и степень риска, связанная с потерей этой доходности, и наоборот.

Концепция агентских отношений заключается в том, что владельцы (собственники) компании нанимают группу лиц (менеджеров) для выполнения управленческих функций и наделяют их определенными полномочиями. Однако в условиях рыночного хозяйства наблюдается разрыв между функцией распоряжения активами (имуществом) и функцией оперативного управления и контроля. Поэтому могут возникнуть противоречия между интересами собственников компании и ее управленческого персонала. Для их преодоления собственники компании вынуждены нести агентские издержки (например, оплата услуг независимых аудиторов и др.). Наличие подобных издержек является объективным фактором, а их объем следует учитывать при принятии финансовых и инвестиционных решений. Отсутствие контроля за деятельностью менеджеров компании может привести к еще большим потерям.

Следует подчеркнуть, что механическое копирование и использование зарубежных моделей управления финансами предприятий (корпораций) в современных российских условиях не только неприемлемо, но и невозможно. Это связано со спецификой отечественного финансового рынка, особенностями налогообложения, бухгалтерского учета и отчетности. Поэтому универсальные финансовые модели и инструменты финансового менеджмента, принятые в международной практике, нуждаются в адаптации к российским условиям.

Главная задача финансового инвестирования — помочь инвестору сделать правильный выбор по операциям на рынке ценных бумаг. Знание основных положений базовых концепций необходимо каждому участнику финансового рынка, даже если некоторые их аспекты не отвечают российским реалиям. По мере развития рынка потребность в таких знаниях возрастает.

1.7. Принципы организации финансового менеджмента

К основным принципам организации финансового менеджмента на предприятиях (в корпорациях) можно отнести:

- взаимосвязь с общей системой управления;
- комплексный характер принимаемых финансовых и инвестиционных решений;
- высокий динамизм финансового управления;
- вариантный характер подхода к разработке и реализации управленческих решений;
- ориентацию на стратегические цели развития;
- учет фактора риска при принятии решений.

Финансовый менеджмент тесно связан с производственным и инвестиционным менеджментом, управлением персонала, маркетингом, логистикой в сфере приобретения и распределения материальных ресурсов, бухгалтерским учетом и другими сферами деятельности предприятия.

Любое управленческое решение непосредственно влияет на формирование и использование финансовых ресурсов и движение денежных потоков коммерческой организации. Например, принятие решения о реализации крупного инвестиционного оттока денежных средств из текущей деятельности в форме нераспределенной прибыли и сумм амортизационных отчислений.

Высокий динамизм внешней (экзогенной) среды предлагает использование в процессе управления современных технологий бюджетирования доходов, расходов и капитала, контроллинга, финансового инжиниринга, новых программных продуктов и т. д. Кроме того, изменяются во времени и внутренние (эндогенные) условия хозяйственной деятельности предприятия, особенно при смене стадий его жизненного цикла, ассортимента выпускаемой продукции, использовании производственных мощностей, что требует новых подходов к организации финансового менеджмента.

Вариантный подход к разработке управленческих решений означает, что отказ от реализации одного инвестиционного проекта предполагает принятие другого проекта, имеющего приоритетные показатели доходности, периода окупаемости капиталовложений и безопасности. При выборе проекта учитывают также возможности его финансирования за счет собственных, заемных и привлеченных средств.

Ориентация на стратегические цели развития предприятия предполагает разработку не только оперативных и текущих, но и перспективных финансовых планов, определяющих ресурсный потенциал на будущее (на период свыше одного года).

В процессе принятия финансовых и инвестиционных решений учитывают фактор неопределенности и риска, характерный для рыночной экономики. Как экономическая категория риск выражает возможность потерь прибыли, дохода и капитала из-за наступления неблагоприятных обстоятельств, а также вероятность получения большей прибыли, дохода и капитала в условиях позитивной рыночной конъюнктуры.

Риск-менеджмент — система управления рисками и денежными отношениями, возникающими в процессе такого управления. В финансовом менеджменте обычно рассматривают производственный (операционный) и финансовый риски. Последний из них связан с понятием финансового рычага (левериджа).

Риск-менеджмент использует систему правил для принятия решения в условиях риска и его снижения. Данные правила следующие:

- нельзя рисковать больше, чем это позволяет собственный капитал предприятия;
- необходимо тщательно взвешивать все последствия риска;
- нельзя рисковать многим ради получения небольшого эффекта (выгоды) от коммерческой сделки;
- положительное решение принимают при отсутствии сомнения в достижении позитивного результата;
- при наличии большого сомнения принимают отрицательное решение (например, в отношении совершения финансовой сделки или реализации конкретного инвестиционного проекта);
- нельзя утверждать, что всегда существует только одно решение, возможно, есть и другие.

Организация финансового менеджмента заключается в формировании оптимального ресурсного потенциала предприятия и эффективном его использовании с учетом минимальной степени влияния коммерческих рисков на результаты хозяйственной деятельности.

1.8. Временная стоимость денег и ее учет в принятии решений

В процессе управления финансами предприятия (корпорации) возникает необходимость в проведении специальных расчетов, связанных с движением денежных потоков в различные периоды времени. Ключевую роль в этих расчетах имеет оценка стоимости денег во времени. Концепция такой оценки базируется на том, что стоимость денег с течением времени изменяется с учетом нормы прибыли, сложившейся на финансовом рынке, в качестве которой выступает ставка ссудного процента или норма доходности по государственным ценным бумагам.

Учитывая длительность инвестиционного процесса, приходится сравнивать стоимость денег при начале их вложения со стоимостью денег при их возврате в форме будущих денежных поступлений (доходов).

В процессе сравнения стоимости денег при их инвестировании и возврате принято использовать ряд ключевых понятий.

1. Процент — сумма дохода от предоставления капитала в долг или плата за пользование ссудным капиталом во всех его формах (депозитный и кредитный процент, по облигациям и векселям).
2. Простой процент — сумма дохода, начисляемого к основной сумме капитала в каждом интервале, по которой дальнейшие расчеты не производят. Начисление простого процента применяют, как правило, при краткосрочных финансовых операциях.

3. Сложный процент — сумма дохода, начисляемого в каждом интервале, которую не выплачивают, а присоединяют к основной сумме капитала (вклада) в последующем платежном периоде. Эта сумма сама приносит доход. Начисление сложного процента применяют при долгосрочных финансовых операциях (инвестировании, кредитовании и пр.).
4. Процентная ставка (ставка процента) — удельный показатель, в соответствии с которым в установленные сроки выплачивают сумму проценты в расчете на единицу капитала (вклада). На практике процентная ставка выражает соотношение годовой суммы процента (процентного дохода) к объему основного долга. В процессе проведения различных финансовых операций процентные ставки классифицируют по видам:
 - ◆ при оценке стоимости денег во времени ставки наращивания и дисконтирования;
 - ◆ по условиям формирования — базовая и договорная ставки;
 - ◆ по обеспечению начисления некоторой годовой суммы процента — периодическая и эффективная (ставка сравнения) процентные ставки;
 - ◆ по стабильности величины используемой процентной ставки в рамках периода начисления — фиксированная и плавающая (переменная) процентные ставки.
5. Будущая стоимость денег (Future Value, *FV*) — сумма вложенных в настоящий момент денежных средств, в которую они превратятся через определенный момент времени с учетом выбранной процентной ставки.
6. Настоящая стоимость денег (Present Value, *PV*) — сумма будущих денежных средств (вклада), приведенных с учетом конкретной процентной ставки к настоящему моменту времени.
7. Наращение стоимости (компаундинг — *compounding*) — процесс пересчета настоящей стоимости денежных средств (вклада) в их будущую стоимость в конкретном периоде времени путем добавления к первоначальной сумме начисленной величины процента.
8. Дисконтирование стоимости (*discounting*) — процесс приведения будущей стоимости денежных средств (вклада) к их настоящей стоимости путем исключения из будущей суммы соответствующей величины процента (дисконта). Посредством такой финансовой операции достигают сопоставимости текущей ценности (текущей стоимости) предстоящих денежных потоков.
9. Период начисления — общий период времени, в течение которого осуществляют процесс наращивания или дисконтирования денежной суммы (вклада).
10. Непрерывный денежный поток — поток платежей на инвестированный капитал, период начисления процентов по которому не определен, поэтому не установлен и конечный срок возврата основной его суммы.
11. Дискретный денежный поток — поток платежей на инвестированный капитал, имеющий четко установленный период начисления процентов и конечный срок возврата основной его суммы.
12. Аннуитет (*annuity*) — финансовая рента — серия равных платежей в течение длительного периода времени (обычно несколько лет), отличающихся одинаковым уровнем процентных ставок на протяжении всего периода.

Для расчета суммы простого процента в процессе наращивания (компаундинга) используют формулу:

$$\sum \Pi = PV \times t \times r, \quad (1.7)$$

где $\sum \Pi$ — сумма процентов за обусловленный период инвестирования; PV — первоначальная сумма вклада; t — продолжительность инвестирования (в количестве периодов, по которым осуществляют каждый процентный платеж (квартал, год)); r — процентная ставка доли единицы.

Пример. Определить $\sum \Pi$ за год при следующих условиях: $PV = 6000$ тыс. руб.; квартальная ставка процента = 3%; $t = 4$ квартала.

$$\sum \Pi = 6000 \times 4 \times 0,03 = 720 \text{ тыс. руб.}$$

Будущая стоимость вклада (FV) = $6000 + 720 = 6720$ тыс. руб.

Для вычисления суммы простого процента в процессе дисконтирования суммы вклада используют формулу:

$$\sum D = FV - FV \times \frac{1}{1 + t \times r}, \quad (1.8)$$

где $\sum D$ — сумма дисконта (по простым процентам) за обусловленный период инвестирования; FV — будущая стоимость вклада, обусловленная условиями инвестирования; t — продолжительность инвестирования, квартал; r — используемая дисконтная ставка, доли единицы.

Пример. Вычислим сумму дисконта ($\sum D$) по простым процентам за год при следующих условиях: $FV = 6000$ тыс. руб.; дисконтная ставка (r) за квартал = 3%; $t = 4$ квартала.

$$\sum D = 6000 - 6000 \times \frac{1}{(1 + 4 \times 0,03)} = 642 \text{ тыс. руб.}$$

$$PV = 6000 - 642 = 5358 \text{ тыс. руб.}$$

Для определения суммы вклада в процессе наращивания (компаундинга) по сложным процентам применяют формулу:

$$FV = PV \times (1 + r)^t. \quad (1.9)$$

Обозначения приведены в формулах (1.7 и 1.8).

Пример. Настоящая стоимость вклада (PV) = 6000 тыс. руб.; период дисконтирования = 4 года; ставка наращивания (r) = 10%.

$$FV = 6000 \times (1 + 0,1)^4 = 8784 \text{ тыс. руб.}$$

Значение множителя наращивания $(1 + 0,1)^4 = 1,464$.

Для вычисления настоящей стоимости вклада в процессе дисконтирования по сложным процентам (PV) используют формулу:

$$PV = \frac{FV}{(1 + r)^t}. \quad (1.10)$$

Пример. Будущая стоимость вклада (FV) = 6000 тыс. руб.; период инвестирования (t) = 4 года; ставка дисконтирования (r) = 10%.

$$PV = \frac{6000}{(1 + 0,1)^4} = 3566 \text{ тыс.руб.}$$

Сумма дисконта = 2434 тыс. руб. (6000 – 3566).

Существуют специальные финансовые таблицы, с помощью которых при заданных размерах ставки процента и количества платежных периодов можно определить будущую и настоящую стоимость денежных средств.¹ Как правило, это следующие таблицы:

- будущая ценность одной денежной единицы в конце периода t (например, года);
- текущая ценность одной денежной единицы, получаемой в конце периода t ;
- будущая ценность аннуитета, равного одной денежной единице, выплачиваемого в течение t периодов;
- текущая ценность аннуитета, равного одной денежной единице, выплачиваемого в течение t периодов.

Конечно, финансовые вычисления еще более упрощаются, если использовать финансовый калькулятор со встроенными функциями компаундирования и дисконтирования или компьютер, в состав программного обеспечения которого входят специальные электронные таблицы.

Отдельные виды денежных потоков, оцениваемых во времени, осуществляют последовательно через равные промежутки времени и в одинаковых размерах. Такую последовательность денежных потоков (равномерных платежей) называют аннуитетом.

Примером аннуитета могут быть квартальные суммы процентов по облигациям и сберегательным сертификатам, лизинговые платежи за арендуемое имущество и др. Выражение последовательных денежных потоков (платежей) в виде аннуитета значительно упрощает процессы наращивания и дисконтирования денежных средств. Это дает возможность использовать набор упрощенных формул со стандартными значениями отдельных показателей, приводимых в стандартных таблицах аннуитетов.

1.9. Учет инфляции при управлении финансами предприятия

В практике управления финансами предприятий (корпораций) приходится постоянно учитывать влияние инфляционного фактора на результаты текущей и инвестиционной деятельности. Это влияние сказывается на всех аспектах производственно-торгового процесса, например при выборе ставки доходности реальных и финансовых активов, оценке эффективности инвестиционных проектов; управлении оборотными активами, оценке активов и рыночной стоимости (цены) компании.

В процессе инфляции происходит искусственное занижение издержек производства, вызывающее неоправданный рост прибыли и налога на прибыль в текущем

¹ Ковалев В. В., Уланов В. А. Курс финансовых вычислений. — М.: Финансы и статистика, 1999.

периоде, а также падение реального уровня доходов предприятий в предстоящем периоде. Особенно сильно влияние инфляции сказывается при осуществлении долгосрочных капитальных вложений.

Концепция учета фактора инфляции в управлении различными аспектами финансовой деятельности предприятий выражается в необходимости реального отражения стоимости активов и денежных потоков, а также в обеспечении возмещения потерь доходов, вызываемых инфляцией, при проведении хозяйственных операций.

Реализация данной концепции в практике финансового менеджмента требует предварительного рассмотрения ряда связанных с ней базовых терминов.

1. Темп инфляции — измеритель, характеризующий величину обесценения (снижения) покупательной способности денег в определенном периоде и выраженный приростом среднего уровня цен в процентах к их номиналу на начало периода.
2. Фактический темп инфляции характеризует реальный прирост среднего уровня цен в рассматриваемом истекшем периоде.
3. Ожидаемый темп инфляции — прогнозный показатель, отражающий возможный прирост уровня цен в рассматриваемом будущем периоде.
4. Индекс инфляции выражает общий рост уровня цен в определенном периоде, устанавливаемый суммированием базового их уровня на начало периода (принимаемого за единицу) и темпа инфляции в рассматриваемом периоде (в долях единицы).
5. Номинальная сумма денежных средств — оценка размера активов в стоимостном выражении без учета изменения покупательной способности денег (темпа инфляции).
6. Реальная сумма денежных средств — оценка размера активов в стоимостном выражении с учетом темпа инфляции.
7. Номинальная процентная ставка доходности — ставка процента, устанавливаемая без учета изменения покупательной способности денег в связи с инфляцией.
8. Реальная процентная ставка — ставка процента, устанавливаемая с учетом изменения покупательной способности денег в рассматриваемом периоде в связи с инфляцией.
9. Инфляционная премия — дополнительный доход, выплачиваемый инвестору или кредитору для возмещения финансовых потерь от обесценения денег в связи с инфляцией. Уровень этого дохода, как правило, приравнивают к темпу инфляции. Следует помнить, что инвестор или кредитор, получающий процент, равный только темпу инфляции, не имеет отдачи от актива. Реальная отдача — это отдача с учетом роста общего уровня цен на товары и услуги в национальной экономике, т. е. с учетом темпа инфляции.

Исходя из базовых понятий в финансовых расчетах используют следующие показатели:

- прогноз годового темпа и индекса инфляции на основе ожидаемых среднемесячных ее темпов;

- формирование реальной процентной ставки с учетом фактора инфляции;
- оценка стоимости денежных средств с учетом влияния инфляции;
- расчет необходимого уровня доходности финансовых операций с учетом инфляционного фактора.

Для прогноза годового темпа инфляции используют формулу:

$$a_r = (1 + a_m)^{12} - 1, \quad (1.11)$$

где a_r — прогнозируемый годовой темп инфляции, доли единицы; a_m — ожидаемый среднемесячный темп инфляции в предстоящем периоде, доли единицы.

Для прогноза годового индекса инфляции (I) используют формулу:

$$I = 1 + a_r \text{ или } I = (1 + a_m)^{12}. \quad (1.12)$$

Расчет формирования реальной процентной ставки с учетом фактора инфляции базируется на прогнозе номинального ее уровня на финансовом рынке и результатах прогноза годовых темпов инфляции.

В самом общем виде требуемую инвесторами ставку доходности приравнивают к средневзвешенной ее величине по долговым ценным бумагам. За средневзвешенную ставку доходности принимают ее величину по самым надежным облигациям государственных и субфедеральных займов.

Основное правило инвестирования: требуемая среднерыночная ставка доходности — это такая ставка, при которой настоящая стоимость будущих денежных поступлений равна настоящей стоимости инвестиционных затрат. Будущие денежные поступления должны компенсировать инвестору инфляционные потери, т. е. ставка доходности должна включать в себя инфляционную премию. Достичь такого положения можно, используя формулу, предложенную И. Фишером:

$$(1 + r) = (1 + k) \times (1 + a) = 1 + k + a + k \times a, \quad (1.13)$$

где r — номинальная ставка доходности, доли единицы; k — реальная ставка доходности, доли единицы; a — прогнозируемый темп инфляции, доли единицы.

Реальную процентную ставку (k) с учетом фактора инфляции также устанавливают по формуле И. Фишера:

$$k = \frac{r - a}{1 + a}, \quad (1.14)$$

где r — номинальная процентная ставка в определенном периоде, доли единицы; a — прогнозируемый темп инфляции, доли единицы.

Пример. Рассчитать годовую реальную процентную ставку на предстоящий год исходя из следующих данных: $r = 15\%$; прогноз темпа инфляции (a) = 12%.

$$K = 0,15 - 0,12 / 1 + 0,12 = 0,0268, \text{ или } 2,68\%.$$

Расчет формирования реальной процентной ставки позволяет определить будущую стоимость (FV) и настоящую стоимость (PV) денежных средств с учетом инфляционной составляющей.

Для оценки будущей стоимости денег с учетом фактора инфляции используют модифицированную формулу И. Фишера:

$$FV = PV \times [(1 + r) \times (1 + a)]^t, \quad (1.15)$$

где FV — будущая стоимость денежных средств (вклада), учитывающая фактор инфляции; PV — настоящая стоимость денежных средств (вклада); t — количество интервалов, по которым осуществляют каждый процентный платеж, лет; r — номинальная процентная ставка в определенном периоде, доли единицы.

Для оценки настоящей стоимости денежных средств (вклада) с учетом фактора инфляции можно использовать и такую формулу:

$$PV = \frac{FV}{[(1+r) \times (1+a)]^t}. \quad (1.16)$$

Обозначения приведены в формуле (1.15).

Величину необходимого размера инфляционной премии рассчитывают по следующей формуле:

$$P_u = PV \times a, \quad (1.17)$$

где P_u — сумма инфляционной премии; PV — настоящая стоимость денежных средств (вклада); a — прогнозируемый темп инфляции, доли единицы.

Общую сумму необходимого дохода по финансовой операции определяют по формуле:

$$D_0 = PV + P_u, \quad (1.18)$$

где D_0 — доход по финансовой операции; PV — настоящая стоимость денежных средств (вклада); P_u — сумма инфляционной премии.

Уровень доходности финансовой операции устанавливают по формуле:

$$Y_d = (D_0/PV) - 1, \quad (1.19)$$

где Y_d — уровень доходности по финансовой операции, доли единицы; D_0 — доход по финансовой операции; PV — настоящая стоимость денежных средств (вклада).

В результате влияния фактора инфляции на предприятиях России происходят следующие негативные процессы:

- противоречивость последствий инфляции состоит в том, что одни статьи актива баланса (основные средства и запасы) искусственно занижены по сравнению с их рыночной стоимостью, а другие (дебиторы и кредиторы) нереально завышены; исключение составляют денежные средства, находящиеся на валютных счетах в коммерческих банках;
- преобладание тактических (краткосрочных) интересов предприятий (корпораций) над долгосрочными выражается в росте доли средств, направляемых на потребление, и в снижении доли и объема фондов накопления (развития); чтобы сохранить реальный уровень оплаты труда персонала, предприятия вынуждены сокращать дефицитные денежные ресурсы, направляемые на пополнение оборотных средств и финансирование капитальных вложений;
- происходит обесценение всех видов доходов предприятий в результате падения курса рубля по отношению к другим валютам;
- производится изъятие фактически не полученной прибыли в бюджетный фонд государства в соответствии с налоговым законодательством.

1.10. Инструменты финансового менеджмента

Научный инструментарий финансового менеджмента — это система теоретических и практических методов и моделей управления финансовой деятельностью предприятий и корпораций. В прикладном аспекте научный инструментарий представляет собой совокупность приемов и финансовых инструментов, позволяющих осуществлять эффективное управление финансами хозяйствующих субъектов.

Финансовый инструмент — одно из новых экономических понятий, интегрированных в Россию международной практикой.

В настоящее время данное понятие широко используют не только в специальной финансовой литературе, но и в ряде нормативных документов (например, в Указе Президента РФ, утвердившем в 1996 г. Концепцию развития рынка ценных бумаг в Российской Федерации).

Однако вопросы упорядочения терминологии в этом разделе теории корпоративных финансов еще требуют своего разрешения. Существуют различные подходы к трактовке понятия «финансовые инструменты».

При самом упрощенном подходе выделяют три вида финансовых инструментов:

- 1) денежные средства (средства в кассе, на расчетных и на валютных счетах в банках);
- 2) кредитные инструменты (облигации, кредиты, депозиты и др.);
- 3) способы участия в уставном капитале предприятий (акции и паи).

По мере развития финансового рынка появились новые виды финансовых инструментов (форвардные, фьючерсные и опционные контракты, СВОПы и т. д.).

В современных условиях наиболее развернутое определение понятию «финансовые инструменты» дано в международном стандарте бухгалтерского учета «Финансовые инструменты (IAS-32)», введенного в действие с 01.01.1996 г.

Согласно этому стандарту, под финансовым инструментом понимают любой контракт, по которому происходит одновременное увеличение финансового актива одной компании и финансового обязательства (долевого или долгового характера) другой компании.

В состав финансовых активов включают:

- денежные активы;
- контрактное право получить от другого предприятия денежные средства или иной вид финансовых активов;
- контрактное право обмена финансовыми инструментами с другим контрагентом на потенциально выгодных условиях.

К финансовым обязательствам относят контрактные обязательства:

- выплатить другому предприятию денежные средства или предоставить иной финансовый актив;
- обменяться финансовыми инструментами с другими хозяйствующими субъектами на потенциально невыгодных условиях (например, в случае вынужденной продажи дебиторской задолженности с дисконтом).

Видовые характеристики, позволяющие квалифицировать ту или иную операцию как финансовый инструмент:

- в основу операции положены финансовые активы и обязательства;
- операция должна иметь форму договора (контракта).

Функционирующие на финансовом рынке инструменты (финансовые активы), с помощью которых осуществляют операции на отдельных его сегментах, систематизируют по отдельным признакам.

Во-первых, по приоритетной значимости для инвесторов их подразделяют на:

- первичные (как правило, ценные бумаги), которые характеризуются их выпуском в обращение первичным эмитентом и выражают прямые имущественные права (акции) или отношения займа (все виды, облигаций);
- вторичные или производные (деривативы) — опционные, форвардные и фьючерсные контракты, процентные и валютные СВОПы; их используют для проведения спекулятивных сделок на срочном фондовом рынке и страхования (хеджирования) ценового риска.

Во-вторых, по сегментам финансового рынка различают следующие обслуживающие их финансовые инструменты:

- инструменты фондового рынка — акции и корпоративные облигации, а также облигации федеральных и субфедеральных займов;
- инструменты денежного рынка — деньги, а также заменяющие их расчетные документы (платежные поручения, платежные требования, чеки, аккредитивы и др.);
- инструменты кредитного рынка (кредиты банков, оформленные кредитным договором, различные виды векселей, депозитные и сберегательные сертификаты и т. д.);
- инструменты валютного рынка — валютные активы, документарный валютный аккредитив, валютный банковский чек, валютный банковский вексель и пр.;
- инструменты страхового рынка — контракты на конкретные виды страховых услуг (страховой полис, полис обязательного медицинского страхования, договор перестрахования и иные контракты, обслуживающие страховой рынок);
- инструменты рынка золота и драгоценных металлов — золото как финансовый авуар и различные виды деривативов, используемых при осуществлении сделок на бирже драгоценных и редких металлов.

В-третьих, по периоду обращения выделяют следующие виды финансовых инструментов:

- краткосрочные инструменты со сроком обращения до одного года; они обслуживают, как правило, денежный рынок;
- долгосрочные инструменты с периодом обращения более одного года; финансовые инструменты данного вида обслуживают рынок капитала.

В-четвертых, по экономической природе денежных обязательств финансовые инструменты классифицируют на долевые (акции) и долговые (облигации).

Долевые ценные бумаги подтверждают право их владельца на долю в уставном капитале акционерного общества и на получение определенного дохода (в форме дивиденда). Долговые ценные бумаги выражают кредитные отношения между их

эмитентом (акционерной компанией) и кредиторами (их покупателями). Они являются обязательством должника погасить в установленные сроки номинальную стоимость облигаций и перечислить владельцам дополнительный доход в форме процента (если он не включен в состав погашаемой номинальной стоимости).

В-пятых, по характеру выплачиваемого денежного вознаграждения финансовые инструменты подразделяют:

- на инструменты с фиксированным доходом (например, привилегированные акции, дисконтные облигации и др.);
- на инструменты с изменяющимся доходом (обыкновенные акции, отдельные виды процентных облигаций); уровень доходности по таким ценным бумагам может колебаться исходя из финансового состояния эмитента или деловой ситуации на фондовом рынке (долговые финансовые инструменты с «плавающей» процентной ставкой, зависимой от учетной ставки Центрального банка России).

В-шестых, по степени риска финансовые инструменты классифицируют на следующие группы:

- безрисковые инструменты — государственные краткосрочные облигации, краткосрочные депозитные сертификаты, золото, драгоценные металлы и камни и др.; однако следует иметь в виду, что безрисковыми ценные бумаги могут быть при наличии надежной финансовой и денежно-кредитной системы государства;
- низкорисковые финансовые инструменты — государственные долгосрочные обязательства со сроком обращения свыше года, долговые инструменты денежного рынка, выполнение обязательств по которым гарантируют надежные плательщики с устойчивым финансовым состоянием;
- финансовые инструменты с умеренным уровнем риска, степень риска по которым примерно совпадает со среднерыночным (например, акции компаний топливно-энергетического комплекса — «голубые фишки»);
- финансовые инструменты с высоким уровнем риска — акции многих российских акционерных компаний, степень риска по которым значительно выше среднерыночной величины;
- спекулятивные финансовые инструменты с очень высоким уровнем риска (акции «молодых» компаний, а также предприятий с неустойчивым и кризисным финансовым состоянием, опционные и форвардные контракты и др.).

Подобная систематизация финансовых инструментов по уровню риска, принятая в мировой практике, является условной, так как не отражает глобальные изменения конъюнктуры на финансовом рынке. Она характерна для эволюционного развития ситуации на рынке капитала.

1.11. Ключевые финансовые коэффициенты

В систему показателей используемых для анализа и оценки хозяйственно-финансовой деятельности предприятий и корпораций включают группы соответствующих коэффициентов. Они отражают взаимосвязь между статьями бухгалтерского баланса и отчета о прибылях и убытках и позволяют судить о финансовом состоя-

нии хозяйствующего субъекта на определенную отчетную дату. На основе построения динамических рядов показателей устанавливают характерные тенденции изменения финансово-экономического состояния предприятия за ряд отчетных периодов и принимают управленческие решения. Ключевые финансовые коэффициенты следующие:

- финансовой устойчивости;
- платежеспособности и ликвидности баланса;
- рентабельности (доходности активов, собственного капитала и продаж (оборота));
- деловой активности;
- рыночной активности.

В состав показателей каждой группы входят несколько приоритетных общепринятых параметров и ряд дополнительных, определяемых исходя из цели и задач финансового анализа и управления.

Цели анализа и управления могут предполагать как комплексное изучение финансового состояния предприятия, так и экспресс-анализ на базе наиболее важных финансовых коэффициентов, а также их диагностику (прогноз) на будущий период (квартал, год).

Аналитические финансовые коэффициенты характеризуют соотношение между различными статьями бухгалтерской (финансовой) отчетности. Например, параметры платежеспособности и ликвидности позволяют сравнить долговые обязательства предприятия с его оборотными активами, а коэффициент маневренности показывает долю собственных оборотных средств в общем объеме капитала и резервов (в итоге раздела III баланса).

В странах ЕЭС, США и Японии практикуют сравнение финансовых коэффициентов данной компании со среднеотраслевыми значениями этих коэффициентов. Наличие существенных отклонений значений коэффициентов от среднеотраслевых является побудительным мотивом для более детального изучения финансового состояния акционерной компании (корпорации).

Коэффициенты финансовой устойчивости устанавливают по формулам:

$$K_{\text{фин}} = \frac{СК}{ВВ}; \quad K_{\text{м}} = \frac{ЧОК}{СК}; \quad K_{\text{зад}} = \frac{ЗК}{СК}; \quad K_{\text{фин}} = \frac{СК}{ЗК}, \quad (1.20)$$

где $K_{\text{фин}}$ — коэффициент финансовой независимости (рекомендуемое значение свыше 0,5); $СК$ — собственный капитал (итог раздела III баланса); $ВВ$ — валюта баланса (итоговая сумма по балансу); $K_{\text{м}}$ — коэффициент маневренности (рекомендуемое значение 0,2–0,3); $ЧОК$ — чистый оборотный капитал (разница между оборотными активами и краткосрочными обязательствами); $K_{\text{зад}}$ — коэффициент задолженности (рекомендуемое значение показателя 0,67, т. е. 40/60%); $K_{\text{фин}}$ — коэффициент финансирования или собственности (рекомендуемое значение показателя 1,5, т. е. 60/40%).

Данные коэффициенты характеризуют финансовое равновесие и структуру капитала предприятия (корпорации). Они отражают, кроме того, степень защищенности интересов инвесторов и кредиторов, а также способность предприятия погашать долгосрочную задолженность.

В группу входит коэффициент маневренности, позволяющий оценить возможности будущего развития предприятия. Например, параметр чистого оборотного капитала позволяет ответить на вопрос, насколько предприятие способно погасить свои краткосрочные обязательства в следующем отчетном квартале и продолжить текущую (операционную деятельность).

По показателям финансовой устойчивости собственники и руководство коммерческой организации могут определять допустимые доли собственного и заемного капитала в пассиве баланса. Кредиторы предпочитают предоставлять кредиты и займы тому предприятию, у которого доля заемных средств в пассиве баланса не превышает рекомендуемого значения.

Следовательно, в группе показателей финансовой устойчивости объединены такие параметры, которые помогают администрации предприятия проводить самостоятельную финансовую политику, а кредиторам — принимать решения о предоставлении ему дополнительных займов (при наступлении кассовых разрывов между сроками платежей и денежных поступлений).

Коэффициенты финансовой независимости имеют рекомендуемые значения, на которые можно ориентироваться в процессе финансового анализа.

Коэффициенты платежеспособности и ликвидности позволяют определить способность предприятия (корпорации) оплатить свои краткосрочные обязательства в течение отчетного периода (квартала).

Платежеспособность — емкое понятие, характеризующее способность хозяйствующего субъекта своевременно и в полном объеме погашать свои финансовые обязательства.

Ликвидность — более частное понятие, выражающее потенциальную способность отдельных видов активов (имущества) трансформироваться в денежную наличность без потерь своей балансовой стоимости.

Общее правило платежеспособности — оборотные активы должны быть больше краткосрочных обязательств.

Удовлетворительную платежеспособность предприятия определяют такими формальными признаками, как:

- наличие свободных денежных средств на расчетных, валютных и иных счетах в коммерческих банках;
- отсутствие длительной просроченной задолженности (свыше трех месяцев) поставщикам, банкам, бюджетам всех уровней, государственным внебюджетным фондам, персоналу по оплате труда и иным кредиторам;
- наличие собственных оборотных средств (чистого оборотного капитала) на начало и конец отчетного периода;
- положительное значение чистого денежного потока (приток денежных средств больше их оттока) на конец каждого месяца (квартала).

Низкая платежеспособность может быть как случайной (временной), так и длительной (хронической). Последний тип задолженности способен привести организацию к банкротству.

Высшим типом финансовой устойчивости и платежеспособности является способность хозяйствующего субъекта развиваться преимущественно за счет собственных источников финансирования (чистой прибыли и амортизационных от-

числений). Для этого он должен иметь гибкую структуру финансовых ресурсов и возможность при необходимости привлекать заемные средства, т. е. быть кредитоспособным.

Платежеспособность выражают, как правило, через коэффициенты ликвидности. Приоритетные из них следующие:

$$K_{ал} = \frac{ДС + КФВ}{КО}; K_{мл} = \frac{ДС + КФВ + ДЗ}{КО};$$

$$K_{лмз} = \frac{З}{КО}; K_{ол} = \frac{ДС + КФЗ + ДЗ + З}{КО},$$
(1.21)

где $K_{ал}$ — коэффициент абсолютной ликвидности (рекомендуемое значение 0,15–0,20); $ДС$ — денежные средства на конец расчетного периода; $КФВ$ — краткосрочные финансовые вложения на конец расчетного периода; $КО$ — краткосрочные обязательства (итог раздела V баланса) на конец расчетного периода; $K_{мл}$ — коэффициент текущей (уточненной) ликвидности на конец расчетного периода (рекомендуемое значение 0,5–0,8); $ДЗ$ — дебиторская задолженность на конец расчетного периода; $K_{лмз}$ — коэффициент ликвидности при мобилизации запасов (рекомендуемое значение 0,5–0,7); $З$ — запасы товарно-материальных ценностей на конец расчетного периода; $K_{ол}$ — коэффициент общей ликвидности на конец расчетного периода (рекомендуемое значение 1,0–2,0).

Согласно международным стандартам, коэффициент общей ликвидности должен находиться в пределах от 1,0 до 2,0. Нижняя граница обусловлена тем, что оборотных активов должно быть достаточно для покрытия краткосрочных обязательств. В ином случае предприятие окажется под угрозой банкротства. Превышение оборотных активов над краткосрочными обязательствами более чем в два раза также нежелательно, так как может свидетельствовать о неэффективной структуре капитала.

Более частным показателем по отношению к параметру общей ликвидности является коэффициент ликвидности при мобилизации запасов. Он характеризует степень зависимости платежеспособности предприятия от материально-производственных запасов с позиции мобилизации денежных средств для погашения краткосрочных обязательств. Однако запасы могут быть использованы для этой цели только после их реализации, что предполагает не только наличие конкретного покупателя, но и присутствие у него свободных денежных средств. Поэтому данный коэффициент применим только при оценке финансового состояния предприятия, имеющего признаки несостоятельности (банкротства).

На практике существует несколько уровней ликвидности.

Нормальная ликвидность — наиболее благоприятная ситуация, обеспечивающая бесперебойность поступлений и выплат денежных средств в отчетном периоде.

Ограниченная ликвидность означает, что предприятие не в состоянии воспользоваться выгодными коммерческими возможностями. У него ограничена свобода выбора наиболее перспективных финансовых операций.

Низкая ликвидность означает, что предприятие не может погасить свои текущие обязательства в установленные сроки, что может привести к интенсивной продаже капитальных активов, а в самом неблагоприятном варианте — к несостоятельности (банкротству).

Анализу платежеспособности и ликвидности всегда уделяют самое пристальное внимание. В условиях современной экономической ситуации в России (кризиса неплатежей) довольно сложно взыскать дебиторскую задолженность с предприятий-должников. Поэтому необходимо тщательно выбирать финансовые коэффициенты для оценки платежеспособности и ликвидности хозяйствующего субъекта. Оценка ликвидности баланса (например, для получения кредита в банке) по показателям текущей и общей ликвидности может оказаться не всегда объективной, и поэтому возможно потребуется использовать критерий абсолютной ликвидности.

Интенсивность использования активов (имущества) и собственного капитала выражают коэффициенты рентабельности (доходности):

$$ЧР_a = \frac{ЧП}{A} \times 100; ЧР_{ск} = \frac{ЧП}{СК} \times 100; P_{ча} = \frac{ЧП}{ЧА} \times 100, \quad (1.22)$$

где $ЧР_a$ — чистая рентабельность активов в расчетном периоде, %; $ЧП$ — чистая прибыль за расчетный период; $ЧР_{ск}$ — чистая рентабельность собственного капитала в расчетном периоде, %; $P_{ча}$ — рентабельность чистых активов, %; $СК$ — средняя за расчетный период стоимость собственного капитала; $ЧА$ — средняя за расчетный период стоимость чистых активов.

Данные показатели характеризуют способность предприятия генерировать чистую прибыль, т. е. прибыль оставшуюся в его распоряжении после налогообложения. Параметры рентабельности позволяют получить обобщенную (интегральную) оценку деятельности хозяйствующего субъекта.

Рентабельность чистых активов должна обеспечивать окупаемость вложенных в предприятие средств акционеров (собственников). Приведенные выше коэффициенты рентабельности индивидуальны для каждого хозяйствующего субъекта. Их можно сравнивать со среднеотраслевыми параметрами.

Деловую активность предприятия характеризуют коэффициенты оборачиваемости активов, собственного капитала и чистых активов:

$$KO_a = \frac{BP}{A}; KO_{ск} = \frac{BP}{СК}; KO_{ча} = \frac{BP}{ЧА}, \quad (1.23)$$

KO_a — коэффициент оборачиваемости активов (количество оборотов); BP — выручка (нетто) от реализации продукции (товаров, работ, услуг) за расчетный период; A — средняя за расчетный период стоимость активов; $KO_{ск}$ — коэффициент оборачиваемости собственного капитала; $СК$ — средняя за расчетный период стоимость собственного капитала; $KO_{ча}$ — коэффициент оборачиваемости чистых активов; $ЧА$ — средняя за расчетный период стоимость чистых активов.

Параметры деловой активности предназначены для оценки эффективности использования имеющегося у предприятия имущества и собственного капитала. Они позволяют оценить оптимальный размер и структуру активов и собственного капитала с позиции действующего предприятия. Величина активов должна быть достаточна для выполнения производственной программы предприятия. Если оно испытывает дефицит в ресурсах, то принимают решение об изыскании источников финансирования для их пополнения. Наоборот, если величина активов за-

вышена, то предприятие вынуждено нести дополнительные затраты по их содержанию (издержки на ремонт, консервацию и т. д.).

Нормативного значения данные показатели также не имеют, поэтому индивидуальны для каждого отдельного хозяйствующего субъекта.

Коэффициенты рыночной активности включают в себя разнообразные по экономическому содержанию и назначению параметры. Они выражают стоимость и доходность долевых ценных бумаг (акций) акционерной компании.

Приоритетными показателями в этой группе являются:

- чистая прибыль, приходящаяся на одну обыкновенную акцию;
- соотношение рыночной цены и акции и чистой прибыли на одну обыкновенную акцию;
- балансовая стоимость одной обыкновенной акции;
- соотношение рыночной стоимости (цены) одной обыкновенной акции и ее балансовой стоимости;
- доходность одной обыкновенной акции и доля выплаченных дивидендов акционерам.

Методика расчета данных показателей представлена в специальной финансовой литературе.¹

Указанные финансовые коэффициенты являются ненормируемыми. Поэтому при их изучении целесообразно опираться на анализ тенденций их изменения (улучшение или ухудшение) за длительный период времени (за ряд лет), а также на аналоговые показатели других акционерных компаний.

1.12. Организационное обеспечение финансового менеджмента

Система организационного обеспечения в значительной степени определяет эффективность управления хозяйственно-финансовой деятельностью предприятия и его филиалов (дочерних и зависимых обществ). Она базируется на построении совокупности внутренних и внешних служб и подразделений, которые обеспечивают принятие управленческих решений и несут ответственность за их реализацию. Поскольку система финансового менеджмента является неотъемлемой частью принятой системы управления предприятием, то ее организационное обеспечение должно соответствовать общей функциональной структуре управления. Взаимодействие систем общего и финансового менеджмента позволяет создать на каждом предприятии действующий механизм принятия и реализации управленческих решений.

Организационное обеспечение системы управления финансами имеет смысл интегрировать с общей организационной структурой управления предприятием (корпорацией). Она может включать следующие сопряженные звенья:²

- центр управления производственной деятельностью;

¹ Финансовый менеджмент: Учебник / Под ред. Е. С. Стояновой. — М.: Перспектива, 2001. С. 77–82; Бочаров В. В. Финансовый инжиниринг. — СПб.: Питер, 2004. С. 310–319; Бочаров В. В. Комплексный финансовый анализ. — СПб.: Питер, 2005.

² Бланк И. А. Управление прибылью. — Киев: Ника-Центр, 1998. С. 33.

- центр управления сбытовой деятельностью;
- центр управления инвестиционной деятельностью;
- центр управления финансовой деятельностью.

Принципы формирования организационной системы управления (менеджмента) предусматривают создание центров управления по двум ключевым признакам:

- иерархическое построение центров управления, предполагающее выделение различных его уровней (где первый уровень представлен аппаратом управления предприятием в целом, а последующие — службами управления отдельных его структурных подразделений);
- функциональное построение, базирующееся на разделении центров управления по функциям и видам деятельности.

Зарубежный и отечественный опыт показывают, что наиболее эффективно организационная система финансового менеджмента используется при функциональном построении центров управления предприятием (рис. 1.7).

Это связано с тем, что финансовый менеджмент по своему содержанию является функциональной системой управления.

Отдельные российские исследователи полагают, что многообразие функций, выполняемых финансовыми службами предприятий, можно разделить на две группы:¹

- управление денежными потоками;
- учет и контроль за финансовой деятельностью.

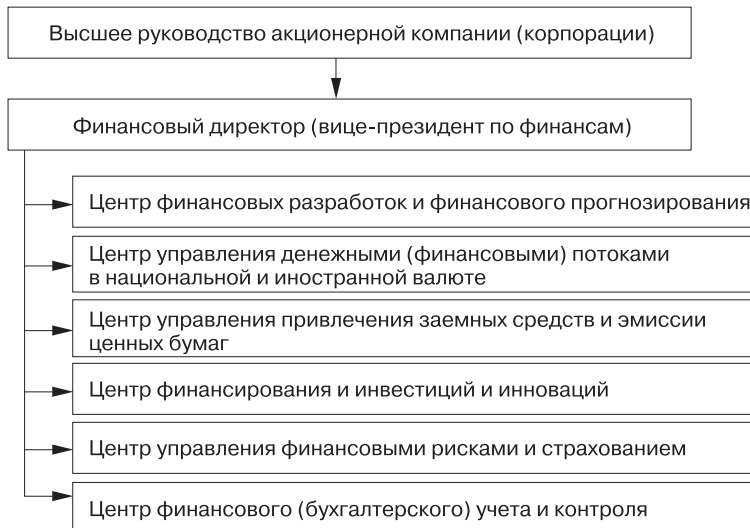


Рис. 1.7. Примерная схема финансового управления в зарубежной корпорации

¹ Управление современной компанией / Под ред. Б. Мильнера и Ф. Лиса. — М.: Инфра-М, 2001. С. 200.



Рис. 1.8. Примерная структура финансовой службы предприятия России

Другие специалисты в организации финансовой службы выделяют три главных звена: финансовый директор, казначей и главный бухгалтер, что соответствует международной практике.¹

Расширительная организационная структура финансовой службы российского предприятия предложена В. В. Кондратьевым (рис. 1.8).²

Авторская концепция организационной структуры финансового управления акционерной компанией (корпорацией) изложена в опубликованных работах.³

Следует отметить, что функции финансового директора и казначея (финансового управляющего) тесно взаимосвязаны. Финансовый директор в большей степени занят стратегией в области финансов, а казначей — подготовкой и обоснованием аналитических и управленческих решений. Необходимо отметить, что в западных компаниях бухгалтерия является основным инициатором внутренней финансовой информации, обеспечивающей принятие управленческих решений. Кроме того, в этих странах (США, Канада, Великобритания, Япония и др.) традиционно статус финансового директора выше статуса главного бухгалтера,

¹ Лобанова Е. Н., Лимитовский М. А. Финансовый директор. — М.: Дека, 2001. С. 16–17.

² Модульная программа для менеджеров // Реструктуризация управления компанией / Под ред. В. В. Кондратьева. — М.: Инфра-М, 1999. С. 117–121.

³ Бочаров В. В., Леонтьев В. Е. Корпоративные финансы. — СПб.: Питер, 2004. С. 566–567.

который подчинен финансовому директору. В России положение обратное — главный бухгалтер имеет более высокий статус (соответственно и приоритетное право подписи финансовых документов), чем финансовый директор.

Кроме того, в условиях отсутствия на многих предприятиях управленческого учета бухгалтерия не является источником получения оперативной информации, обеспечивающей текущее финансовое управление. Более того, бухгалтерскую отчетность разрабатывают по итогам работы за истекший квартал (год), а новые хозяйственные операции (как и решения по ним) получают отражение в отчетности следующего квартала. В такой ситуации решения часто принимают на основе интуиции и опыта финансового директора или главного бухгалтера.

В отечественной практике бухгалтерия часто не включается в структуру финансового отдела, подчиненного финансовому директору (хотя функционально она тесно связана с финансовой службой).

Функциональное построение центров управления финансовой деятельностью существенно различается на предприятиях разных размеров. На крупных предприятиях (например, в региональных энергосистемах) создают наиболее диверсифицированную систему функциональных финансовых подразделений (например, центры финансового прогнозирования, управления денежными потоками, эмиссии корпоративных ценных бумаг, финансирования инвестиционных проектов, управления финансовыми рисками и контроля).

Наряду с традиционной интеграцией системы финансового управления с общей системой менеджмента на предприятии в последние годы в отечественной практике используют более прогрессивные формы такой интеграции. Одной из таких форм является концепция управления отдельными аспектами финансово-хозяйственной деятельности на основе центров ответственности, предложенная американским ученым Дж. Хиггинсом.

Центр ответственности (ЦО) является структурным подразделением предприятия, которое полностью контролирует те или иные аспекты текущей (операционной) и инвестиционной деятельности, а его руководитель самостоятельно принимает управленческие решения и несет полную ответственность за выполнение доведенных до него плановых (нормативных) показателей.

Методическими рекомендациями по разработке финансовой политики предприятия предложено создавать четыре центра ответственности:¹

- ЦО по доходам — включает управление коммерческой и сбытовой деятельностью; его руководитель несет ответственность за формирование доходов в установленных объемах; в силу функциональной направленности своей деятельности такое подразделение не может самостоятельно влиять на весь объем затрат по реализуемой продукции, а следовательно, и на сумму прибыли;
- ЦО по расходам — включает управление производством, техническим обеспечением и ремонтом; руководитель этого центра несет ответственность за расходование средств в соответствии с доведенным ему бюджетом (сметой); в силу функциональной направленности своей деятельности такое подраз-

¹ Реформа предприятий (организаций): Методические рекомендации. — М.: Ось-89, 1998. С. 70.

деление не имеет возможности влиять на объем доходов, а соответственно и на сумму прибыли;

- ЦО по прибыли — включает управление экономикой и финансами, а его руководитель несет ответственность за доверенные ему задания по формированию прибыли; исходя из функциональной направленности своей деятельности подобное структурное подразделение полностью контролирует как формирование доходов от реализации продукции, так и объем расходов на ее выпуск; примером центра прибыли может служить подразделение с законченным циклом производства и реализации готовой продукции (услуг);
- ЦО по инвестициям — включает управление техническим развитием и персоналом; руководитель такого центра несет ответственность за уровень прибыли, полученной на инвестированный капитал; примером центра инвестиций может служить дочерняя фирма предприятия или выделенное в его составе структурное подразделение (отдел капитального строительства), осуществляющее исключительно инвестиционную деятельность в форме капитальных вложений.

Возможен и другой вариант формирования организационной структуры финансового управления на предприятиях в форме выделения центров финансовой ответственности (ЦФО) и центров финансового учета (ЦФУ). Эти подразделения осуществляют определенный набор основных и вспомогательных видов деятельности и оказывают непосредственное влияние на доходы и (или) расходы от этой деятельности. Деятельность ЦФО (ЦФУ) может быть представлена в локальном виде (независимо от других подразделений) методами управленческого учета.

К центрам финансового учета можно отнести:

- профит-центр, деятельность которого связана с подразделением, обеспечивающим получение прибыли (структурное подразделение с законченным циклом производства);
- центр затрат, деятельность которого связана с подразделениями, непосредственно не создающими прибыль (производственное или снабженческое подразделение);
- венчур-центр — подразделение, связанное с видами деятельности, которые могут принести прибыль в будущем.

Для классификации центров финансовой ответственности (ЦФО) используют следующие признаки:

1) доходы от реализации:

- ◆ основной продукции;
- ◆ продукции (услуг) вспомогательного производства;
- ◆ прочие доходы;

2) расходы — направление денежных средств на:

- ◆ закупки материальных и иных ресурсов;
- ◆ уплату налогов и сборов в бюджеты всех уровней;
- ◆ взносы в государственные внебюджетные фонды (в форме единого социального налога);

- ◆ оплату услуг сторонних организаций;
- ◆ прочие виды расходов, связанных с коммерческой деятельностью;
- ◆ инвестиции — доходы и расходы, связанные с инвестиционной деятельностью.

Общий контур организационного обеспечения финансового управления на предприятии можно представить в следующем виде (рис. 1.9).

При построении организационной системы управления на предприятиях отечественные исследователи рекомендуют соблюдать следующую примерную технологию:

1) уточнение действующей организационной структуры:

- ◆ виды деятельности (изделия, работы, услуги);
- ◆ перечень основных обеспечивающих систем, направлений и функций;
- ◆ классификация управленческих функций, осуществляемых в конкретной фирме;
- ◆ закрепление видов деятельности по всем функциям управления за структурными подразделениями и филиалами фирмы;
- ◆ организационная структурная схема;

2) формирование Положения о новой финансовой структуре:

- ◆ перечень ЦФО (ЦФУ) фирмы;
- ◆ распределение организационных звеньев по ЦФО фирмы;
- ◆ классификация видов деятельности, изделий, работ и услуг фирмы по ЦФО;
- ◆ классификация ЦФО;
- ◆ схема новой финансовой структуры;

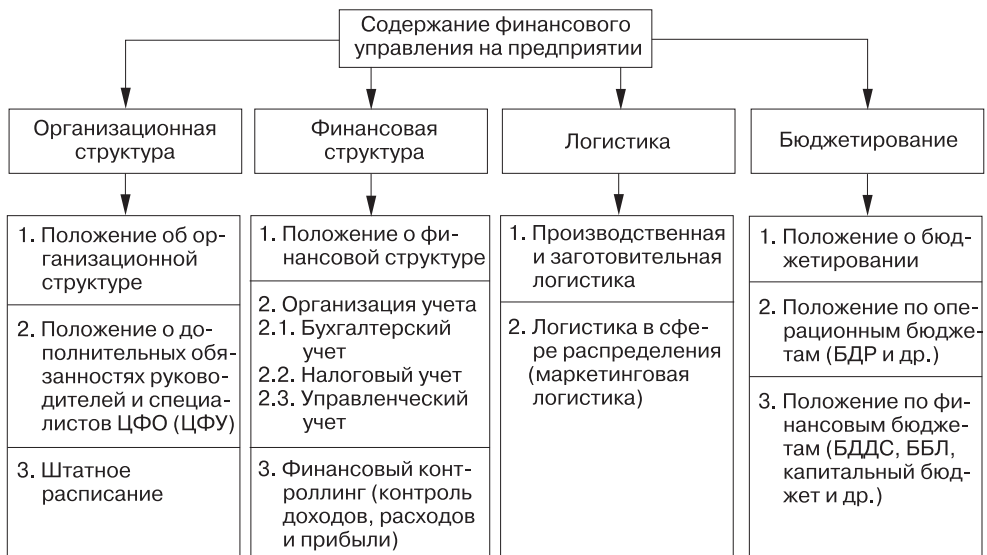


Рис. 1.9. Контур финансового управления на предприятии

- 3) утверждение новой финансовой структуры руководством фирмы;
- 4) мониторинг и оценка эффективности новой финансовой структуры.

Формирование центров финансовой ответственности (центров финансового учета) предполагает внедрение современной методологии планирования и управления, бухгалтерского, налогового и управленческого учета, отчетности, анализа и контроля финансово-хозяйственной деятельности, а также наличие квалифицированных специалистов, способных объективно анализировать и оценивать эффективность проведенной на предприятии работы.

При построении финансовой структуры целесообразно концентрировать внимание на том, что организационная структура должна быть подчинена финансовой и служить одним из способов достижения стратегических и тактических целей хозяйствующего субъекта.

1.13. Информационное обеспечение финансового менеджмента

Система информационного обеспечения на предприятии выражает процесс систематического и целенаправленного подбора соответствующих информативных показателей, необходимых для проведения анализа, планирования, контроля и подготовки текущих финансовых решений по всем аспектам финансово-хозяйственной деятельности.

К информационному обеспечению процесса финансового управления относят совокупность информационных ресурсов (базу данных) и способы их организации, которые необходимы для проведения аналитических и управленческих процедур с целью принятия решений.

В состав информационной базы входят: сведения нормативно-правового и справочного характера; бухгалтерская и статистическая отчетность; несистемные данные.

В системе информационного обеспечения финансового менеджмента важную роль играет бухгалтерская отчетность, которая предоставляет данные для принятия стратегических и тактических финансовых решений, от которых зависит финансовое благополучие владельцев и персонала хозяйствующего субъекта.

В процессе финансового управления наряду с официальной отчетностью используют данные бухгалтерского, управленческого и налогового учета. Каждое из управленческих решений в данный момент времени требует четко определенной информации.

Бухгалтерский учет предоставляет информацию, необходимую для составления финансовой отчетности за определенное время (бухгалтерского баланса, отчета о прибылях и убытках, отчета о движении денежных средств и др.).

Финансовую отчетность разрабатывают исходя из логики бухгалтерского учета, который включает ряд последовательных процедур:

- открытие синтетических счетов в начале очередного учетного периода;
- отражение на них текущих хозяйственных операций по системе двойной записи;
- закрытие счетов в конце учетного периода и составление отчетности за прошедший период (квартал).

Поэтому финансовая отчетность представляет собой табличное выражение информативных показателей об имущественном и финансовом положении пред-

принятия, а также о финансовых результатах его деятельности за отчетный период (квартал). Эти информативные показатели непосредственно формируют в результате закрытия счетов и Главной книги. При закрытии счетов их сальдо включают в бухгалтерский баланс либо в отчет о прибылях и убытках.

Целесообразно отметить, что концепция составления и публикации финансовой отчетности является базой для всей системы национальных стандартов бухгалтерского учета во многих индустриально развитых странах. Логика здесь очевидна. Любое предприятие нуждается в дополнительных источниках финансирования. Мобилизовать их можно с финансового рынка. Привлечь потенциальных кредиторов и инвесторов возможно с помощью достоверной информации о своем финансово-экономическом состоянии.

От привлекательности опубликованных финансовых показателей во многом зависит возможность дополнительного привлечения капитала на цели развития предприятия. Связь бухгалтерской отчетности с финансовым управлением непосредственная. Поэтому во многих западных странах ее называют финансовой. Как отмечали Р. Энтони и Дж. Рис, «управленческий учет — это процесс в рамках организации, который обеспечивает управленческий аппарат организации информацией, используемой для планирования, собственно управления и контроля за деятельностью организации. Этот процесс включает выявление, измерение, сбор, анализ, подготовку, интерпретацию, передачу и прием информации, необходимой управленческому персоналу для выполнения его функций».¹

К. Друри подчеркивал, что в системе управленческого учета подготавливается информация для менеджеров (руководителей) внутри организаций (предприятий) с целью помочь или принять правильные решения, а финансовый учет призван предоставлять информацию пользователям вне данной организации (предприятия).²

В отличие от управленческого финансовый учет предполагает сравнение расходов с доходами для определения прибыли.

Несмотря на существенные различия, между элементами финансового и управленческого учета существует сходство.

Во-первых, факторы, определяющие значение общепринятых принципов учета, действуют в отношении финансового и управленческого учета. Во-вторых, оперативную информацию используют для составления финансовых документов и в управленческом учете. В-третьих, данные финансового и управленческого учета необходимы для принятия решений (например, об инвестициях в основной капитал предприятия, о ценах на готовую продукцию, о приобретении комплектующих изделий, о погашении кредиторской задолженности и т. д.).

Процесс принятия решений в рамках управленческого учета включает два аспекта:

- 1) процесс планирования:
 - ◆ определение задачи;

¹ Энтони Р., Рис Дж. Учет: ситуации и примеры / Пер. с англ. — М.: Финансы и статистика, 1993. С. 269.

² Друри К. Введение в управленческий и производственный учет / Пер. с англ. — М.: Аудит, 1994. С. 27.

- ◆ поиск альтернативных вариантов;
 - ◆ сбор данных об альтернативных вариантах действий;
 - ◆ выбор альтернативных вариантов действий;
 - ◆ принятие окончательного решения;
- 2) процесс контроля и регулирования:
- ◆ сравнение фактических результатов с запланированными;
 - ◆ определение отклонений от плановых показателей;
 - ◆ принятие мер по устранению отклонений от плана.

На практике не существует единой унифицированной системы управленческого учета. Существует три различных вида информации, используемой в различных целях:

- учет полной себестоимости;
- дифференцированный учет;
- учет по центрам ответственности (ЦФО либо ЦФУ).

Управленческий учет предполагает классификацию издержек на переменные и постоянные. Переменные издержки изменяются пропорционально колебанию объема производства (выпуску готовых изделий). К ним относятся затраты на материалы, оплата труда производственных рабочих, транспортные услуги и т. д. Постоянные издержки — часть затрат за определенный период, общая сумма которых не изменяется при колебании объема производства в данном релевантном периоде (например, арендная плата, амортизация основных средств и нематериальных активов, страховые платежи, проценты по облигационным займам, оплата труда высшего управленческого персонала и др.). Разница между выручкой (нетто) от продажи товаров и переменными издержками представляет собой маржинальный доход (валовую маржу). Разница между выручкой (нетто) от реализации и полными издержками (переменными и постоянными) выражает прибыль компании.

Основные принципы и порядок ведения налогового учета определены в гл. 25 части II Налогового кодекса РФ от 07.08.2000 г. Налогоплательщик исчисляет налоговую базу по итогам каждого отчетного (налогового) периода на основе данных налогового учета.

Налоговый учет — система обобщения информации для определения налоговой базы по налогу на прибыль на основе данных первичных документов, сгруппированных в соответствии с порядком, предусмотренным Налоговым кодексом.

Налоговый учет осуществляют в целях формирования полной и достоверной информации о порядке учета для целей налогообложения хозяйственных операций, проведенных налогоплательщиком в течение отчетного (налогового) периода, а также обеспечения информацией внутренних и внешних пользователей для контроля за правильностью исчисления и полнотой уплаты в бюджет налога на прибыль. Порядок ведения налогового учета устанавливает налогоплательщик в учетной политике для целей налогообложения, утвержденной приказом (распоряжением) руководителя предприятия. Данные налогового учета должны отражать порядок формирования суммы доходов и расходов, порядок определения доли расходов, учитываемых для целей налогообложения в текущем отчетном

(налоговом) периоде, сумму остатка расходов (убытков), подлежащую отнесению на расходы в следующих налоговых периодах, порядок формирования сумм создаваемых резервов, а также сумму задолженности по расчетам с бюджетом по налогу на прибыль.

Подтверждением данных налогового учета являются:

- первичные учетные документы (включая справки бухгалтерии);
- аналитические регистры налогового учета;
- расчет налоговой базы.

Содержание данных налогового учета является налоговой тайной. Лица, получившие доступ к информации, содержащейся в налоговом учете, обязаны хранить налоговую тайну. Аналитические регистры налогового учета налогоплательщик разрабатывает самостоятельно. Он устанавливает их в приложениях к учетной политике предприятия для целей налогообложения.¹

Систему информационного обеспечения классифицируют по признакам использования информации и по целям, которые она преследует. Пользователей информации можно разделить на внутренних и внешних (рис. 1.10).

Конечно, состав информации для первой категории будет существенно отличаться от состава для второй. Отличие состоит не только в содержании раскрываемых данных, но и в частоте, оперативности и достоверности информации.



Рис. 1.10. Характеристика основных пользователей информации предприятия

¹ См.: Система налогового учета, рекомендуемая МНС России для исчисления налога на прибыль // Экономика и жизнь. 2001. № 52.

Исходя из различий пользователей и состава информации к ней предъявляют определенные требования:

- полезность;
- объективность;
- нейтральность;
- понятность;
- своевременность;
- сопоставимость и др.

В ходе формирования отчетной информации должны соблюдаться некоторые ограничения:

- оптимальное соотношение затрат и выгод;
- осторожность (консервативность);
- конфиденциальность.

Показатели информационного обеспечения, формируемые из внутренних источников, систематизируют на:

- показатели, отражающие конечные результаты деятельности предприятия (выручка от продажи товаров, себестоимость проданных товаров, валовая прибыль, прибыль до налогообложения, чистая прибыль, состав активов, собственного капитала и обязательств и т. д.);
- параметры, характеризующие результаты деятельности отдельных структурных подразделений (филиалов, дочерних и зависимых обществ);
- нормативно-плановые показатели, характеризующие отдельные аспекты финансовой деятельности предприятия (показатели оперативных и текущих финансовых планов).

Использование всех перечисленных параметров, формируемых из внешних и внутренних источников, позволяет сформировать на каждом предприятии эффективную систему финансового управления. Данная система позволяет принимать обоснованные управленческие решения финансового и инвестиционного характера.

1.14. Функции финансового директора

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

Финансовая деятельность предприятия (корпорации) выражает организацию финансовых отношений, возникающих у него в производственно-коммерческом процессе с партнерами (юридическими и физическими лицами) и государством (по налогам и сборам). Сам факт функционирования предприятия означает наличие таких финансовых отношений, т. е. они имеют объективный характер.

В рыночной экономике принципиально меняется концепция хозяйствования. В ее основе не затратный подход, а анализ спроса и предложения на товары и услуги. Кардинальным образом изменяется и стратегия финансирования предприятий.

Финансирование должно осуществляться прежде всего за счет собственных средств в форме амортизационных отчислений и чистой прибыли. Независимые собственники финансируют друг друга посредством предоставления коммерческого кредита, выпуска и размещения эмиссионных ценных бумаг, финансового лизинга и др. Акционерные компании в рыночной среде несут полную материальную ответственность за проводимую ими финансовую политику своими доходами и имуществом. Такая ситуация определяет и другую особенность управления финансами предприятия — необходимость аналитического подхода к его деятельности. При этом часто требуется оценка финансовой устойчивости не только своей компании, но и ее партнеров, так как часто возникает цепочка неплатежей (вследствие дефицита денежной наличности) с негативными последствиями для хозяйствующих субъектов.

Без финансового анализа и планирования невозможно правильно выбрать стратегию и тактику предприятия в сфере финансов, инвестиций и инноваций. Устойчивость его дохода и финансовых результатов непосредственно зависит от качества долгосрочных и среднесрочных управленческих решений. По данным ученых-экономистов США, колебания доходности на 80% определяются выбором стратегических решений.

Стратегия управления компанией — это определение долгосрочных целей ее развития и факторов повышения доходности и рыночной стоимости (ценности) с учетом возможных изменений ситуации на рынке товаров и услуг. Стратегические решения (выбор вариантов) создают основу для принятия правильных оперативных (тактических) решений по управлению финансовыми ресурсами и денежными потоками предприятия (корпорации). Процесс принятия управленческих решений показан на рис. 1.11.

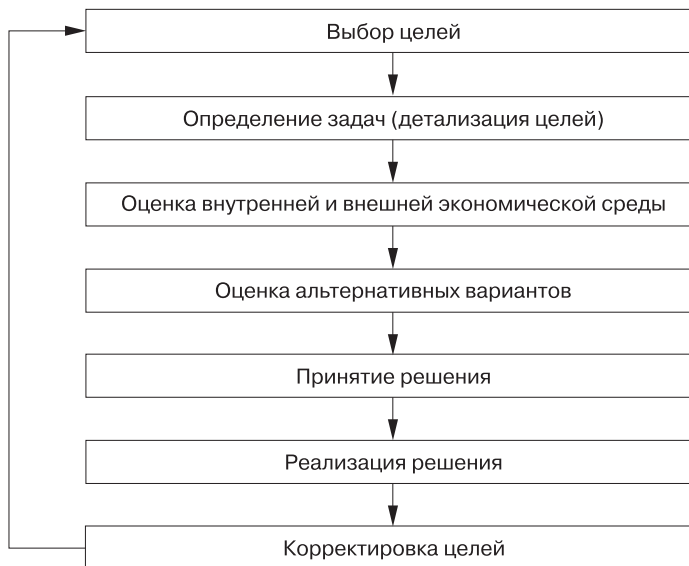


Рис. 1.11. Процесс принятия управленческих решений на предприятии (в корпорации)

В экономической теории, которая рассматривает предприятие как объект управления, любая компания (фирма) стремится максимизировать свою прибыль. Ее измеряют в виде разницы между доходами и издержками производства и обращения.

Комплекс научных исследований (проведенных главным образом в США) направленных на рационализацию решений по управлению финансовой деятельностью базируется на том, что принято называть теорией фирмы, и исходит из этой цели. Однако, учитывая бухгалтерские трудности, возникающие при исчислении прибыли, финансовая теория, принимающая во внимание существование финансового рынка (где осуществляют операции с ценными бумагами компаний), предпочитает делать главный упор в своих выводах не на прибыль, а на доход акционеров (собственников предприятия). Данный доход автоматически определяется стоимостью (ценой) всех акций компании на фондовой бирже. Эту стоимость часто называют биржевой или рыночной капитализацией. Однако и в данном случае целью компании признают максимизацию рыночной капитализации ее акций (стоимости фирмы). Конечно, нельзя утверждать, что все компании ориентируют свою деятельность исключительно на получение прибыли, однако для многих из них прибыль остается приоритетной целью.

Одна из основных целей любой компании — укрепление позиций на рынке товаров и услуг. Эта цель достигается путем повышения объема продаж и прибыли, что зависит от трех основных факторов:

- от типа компании;
- от настоящего и будущего положения на рынке товаров и услуг;
- от поведения и целей собственников (владельцев) компании.

Можно представить схему, определяющую примерную систему целей, на которую ориентируется предприятие в своей финансово-хозяйственной деятельности (рис. 1.12).

Цели предприятия определяют непосредственные обладатели ресурсов (собственники, владельцы). Однако цели собственников (акционеров) могут противоречить целям менеджеров компании. Менеджеры, являясь наемными служащими компании, стремятся увеличить общий объем продаж и прибыли (для поддержания ее высокого имиджа и своего статуса в компании), конечно, с учетом емкости данного сегмента рынка. Собственники преследуют цель максимизации прибыли для получения большего дивиденда на принадлежащие им акции, что не всегда возможно. Собственники и менеджеры по-разному относятся и к риску. Например, менеджеры вправе уменьшить инвестиционный риск, отказавшись от реализации рискованных проектов, но тогда не будет обеспечен максимум прибыли владельцам компании на вложенный капитал. Финансовый директор может продать ценные бумаги данной компании и приобрести более доходные, но рискованные бумаги других компаний. Однако акционеры станут возражать против распыления акционерного капитала.

Формальный контроль за деятельностью финансового директора осуществляет общее собрание акционеров. Более действенным может быть контроль со стороны банков (при оценке кредитоспособности заемщика на предмет выдачи ему ссуды), налоговых органов и т. д. Наиболее эффективно контролирует работу

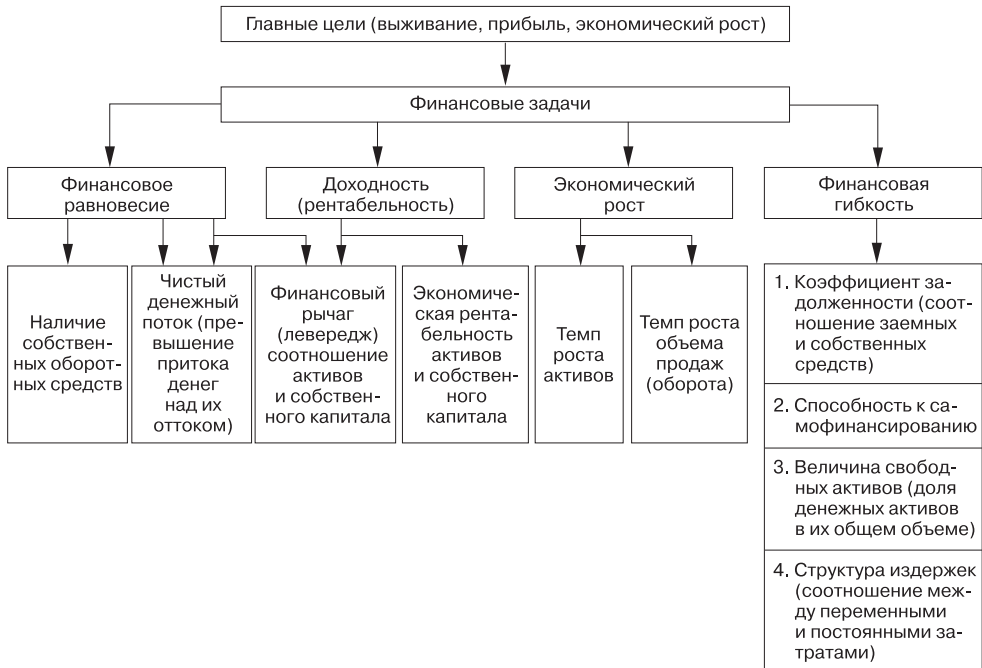


Рис. 1.12. Примерный контур целей и финансовых задач деятельности предприятия (корпорации)

финансового директора рынок, где определяется динамика спроса и предложения на товары и услуги, в том числе на ценные бумаги данного акционерного общества.

Другой проблемой является сбалансированность краткосрочных и долгосрочных целей предприятия. Если у компании не будет устойчивой прибыли, если она не заботится о перспективных вложениях в инновации и основной капитал, то компания перестанет существовать.

Анализ внешней среды осуществляют по следующим параметрам:

- изучение цен на товары и услуги, недвижимость и ценные бумаги;
- ставки налогообложения и процентные ставки по банковским кредитам и депозитам;
- оценка деятельности конкурентов, поставщиков материальных ресурсов и др.

Подобный анализ позволяет теснее увязать перспективные и оперативные цели предприятия с имеющимися финансовыми возможностями их достижения. По результатам проведенного анализа выявляют альтернативные варианты, проводят их оценку и принимают окончательные управленческие решения.

Ключевые должности в структуре финансового менеджмента западных промышленных корпораций занимают:

- финансовый директор;
- управляющий-казначей;
- главный бухгалтер-контролер (controller).

Так, деятельность финансового руководства корпорации *British Cas* направлена на:

- управление кратко- и долгосрочными инвестициями;
- привлечение денежных ресурсов из различных источников для нормальной работы корпорации;
- управление денежными (финансовыми) потоками;
- деятельность на финансовом рынке: денежном и рынке капитала;
- проектное (спонсорское) финансирование освоения новых нефтегазовых месторождений.

Схема управления финансами западной промышленной корпорации представлена на рис. 1.13.

Таким образом, комплексная работа по принятию и реализации финансовых и инвестиционных решений предполагает использование всего набора рыночных инструментов привлечения финансовых ресурсов для организации производственно-коммерческого процесса в корпорации.

Среди первичных финансовых инструментов выделяют денежные средства, ценные бумаги, дебиторскую и кредиторскую задолженность по текущим операциям и др.; среди вторичных — опционные, форвардные и фьючерсные контракты.

Примерная схема управления финансами в акционерных обществах России приведена на рис. 1.14.

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

Работа финансового директора входит как составная часть в функциональную систему высшего звена управления акционерной компании либо связана с представлением руководству аналитической и иной информации, необходимой для



Рис. 1.13. Формат управления финансами западной промышленной корпорации

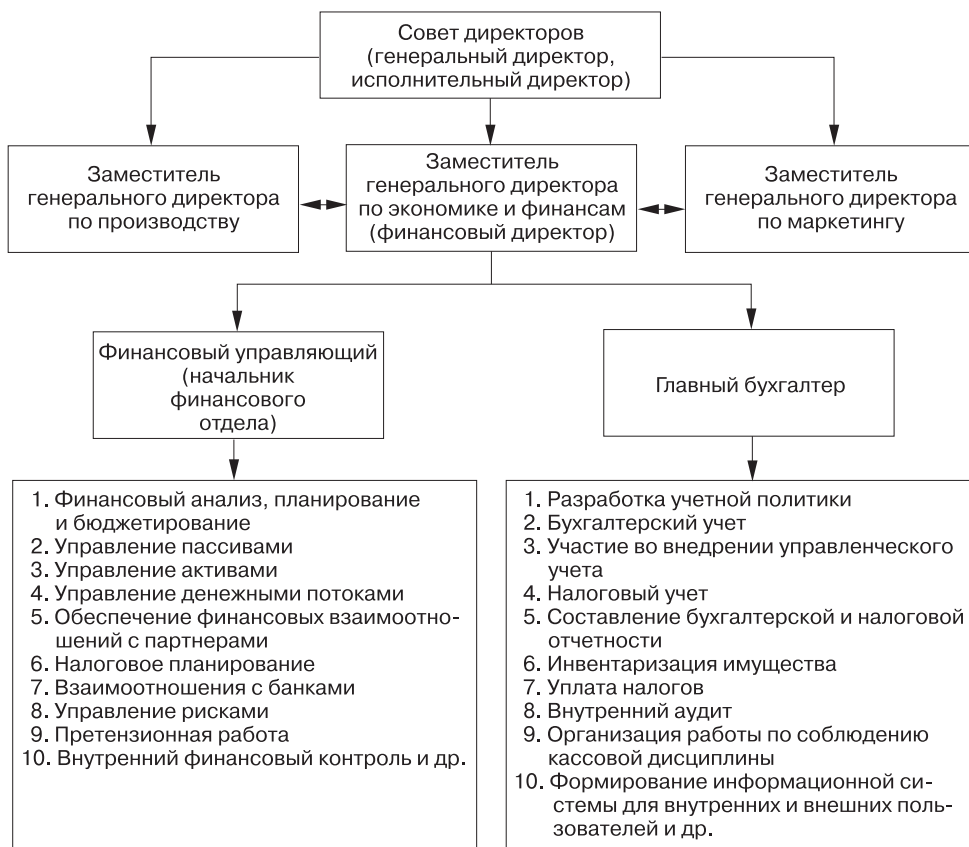


Рис. 1.14. Формат финансового управления для ОАО России

принятия управленческих решений финансового характера. Уровень финансового управления на предприятии (в корпорации) во многом зависит от профессиональных качеств финансового директора.

Приведем тот минимум задач, которые приходится решать финансовому директору:

- организация финансового анализа, планирования и прогнозирования;
- анализ и оценка источников заемного капитала;
- оценка использования различных видов финансовых ресурсов;
- выбор наиболее рациональных источников финансирования инвестиционных проектов;
- контроль, с помощью которого отслеживают финансовую целесообразность приоритетных хозяйственных операций, и др.

Финансовый директор использует следующие методы управления финансово-хозяйственной деятельностью предприятия: планирование, инвестирование, кредитование, самокредитование, страхование, самострахование (образование финансовых резервов), систему безналичных расчетов и амортизационных от-

числений, финансовые поощрения и санкции, трастовые, залоговые, лизинговые, факторинговые и другие операции.

Перечисленные методы предполагают использование специальных приемов управления финансами: прибыль (доход), кредит, заем, процент, дисконт, дивиденд, инвестиции, капитал, обязательства, курс ценных бумаг и валюты и др.

Стратегической целью финансового директора является обеспечение денежными ресурсами процесса производства и продажи товаров (продукции, работ, услуг). Он должен составить прогноз финансового состояния предприятия на ближайшее будущее (квартал, год) и на его базе отдаленную перспективу (более календарного года). Подобный прогноз может содержать оптимистический, наиболее вероятный и пессимистический сценарии.

В соответствии с указанной выше задачей разрабатывают стратегию формирования и использования денежных ресурсов на цели развития, выплату дивидендов, образование резервов и на другие цели.

Стратегические разработки финансового директора предполагают обязательный прогноз возможного изменения государственной политики в финансово-кредитной сфере с точки зрения соответствия такой политики целям и задачам предприятия.

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

Финансовый директор должен обладать следующими основными качествами, необходимыми ему для управления финансами предприятия в условиях рыночной экономики:

- концептуальными способностями, т. е. чувствовать связь между своей компанией и внешним окружением;
- умением видеть главные направления, создающие благоприятные возможности или угрозу акционерной компании;
- способностью прогнозировать спрос и предложение на рынке товаров и услуг, на финансовом рынке и принимать управленческие решения в условиях коммерческого риска;
- обладать новаторскими способностями, т. е. быстро внедрять позитивный отечественный и зарубежный опыт в области управления финансами в деятельности своей компании;
- умением работать с персоналом не только подчиненной ему финансово-бухгалтерской службы, но и с руководителями высшего и среднего звена управления других структурных подразделений и филиалов предприятия.

Решения финансового директора должны опираться на результаты финансового анализа и достаточный объем информации.

Основу информационного обеспечения управления финансовой деятельностью предприятия составляет информация финансового характера, содержащаяся:

- в бухгалтерской и статистической отчетности;

- в данных оперативного финансового учета (например, состояние расчетов с дебиторами и кредиторами, отчеты об исполнении операционных и финансовых бюджетов, обзоры результатов фундаментального и технического анализа фондового рынка и др.);
- в сообщениях органов финансово-кредитной системы государства (Министерства финансов РФ, Минэкономразвития РФ, Центрального банка РФ, Федеральной службы по финансовым рынкам РФ и пр.);
- в публикациях фондовых и валютных бирж;
- в специализированной базе данных типа «Гарант», «Кодекс» или «Консультант Плюс».

Техническое обеспечение системы финансового управления является одним из приоритетных ее элементов. Важное значение имеют:

- современные системы, основанные на безбумажных технологиях (межбанковские расчеты, взаимозачеты, использование кредитных карточек и т. д.);
- применение сети ЭВМ и персональных компьютеров для решения конкретных финансовых задач;
- внедрение функциональных пакетов прикладных программ типа «Олимп» (разработчик — фирма «Росэкспертиза»), «Аналитик» (разработчик — фирма «Инэк»), «Проект-эксперт» (разработчик — «Проинвест Консалтинг») и др.

Следовательно, финансовый директор с помощью финансовых методов, инструментов, а также информативной базы осуществляет воздействие на движение капитала, реальных и финансовых активов, формирование доходов, прибыли и инвестиционных ресурсов, т. е. он соприкасается со всеми аспектами финансово-хозяйственной деятельности предприятия.

1.15. Роль финансового аналитика в деятельности предприятия (корпорации)

Финансовый директор — ведущий специалист предприятия (корпорации), принимающий решения по вопросам финансов, инвестиций и дивидендов, а финансовый аналитик предоставляет ему необходимый аналитический материал с выводами и рекомендациями. В отдельных случаях финансовый директор является одновременно и аналитиком. Положение аналитика в структуре управления корпорацией и сфера его деятельности взаимосвязаны. Роль аналитика и его статус в акционерной компании определяются главным образом ее потребностями в аналитической информации. Особенно велика роль аналитика в акционерных компаниях, которые разрабатывают стратегические финансовые планы и тесно связаны с рынком капитала.

Аналитик как высококвалифицированный специалист оценивает планы (прогнозы) и предполагаемые решения дирекции компании с позиции ее финансовой устойчивости и защищенности от коммерческих рисков. Выступая в качестве внутреннего консультанта, аналитик изучает финансовую отчетность, движение денежных потоков, деловые операции с финансовыми активами, интерпретирует и обобщает информацию о соответствующих сферах деятельности и готовит рекомендации руководству компании. При анализе конъюнктуры на рынке капита-

ла (market analysis) аналитик изучает и прогнозирует цены на акции своей компании и других эмитентов во взаимосвязи с общими тенденциями на фондовом рынке. В данном случае он пользуется результатами фундаментального и технического анализа рынка ценных бумаг. В такой ситуации финансовый анализ является связующим звеном между опубликованной финансовой отчетностью и рыночными тенденциями, отражающими обоснованную рыночную стоимость компании.

Аналитик рассматривает факторы, влияющие на рыночную цену акций, и формирует различные модели ситуаций на фондовом рынке — от простейших формул с основными переменными до сложных компьютерных программ. Цель подобной работы — определение инвестиционной привлекательности эмиссионных ценных бумаг акционерной компании с позиции их доходности, безопасности и ликвидности.

Однако аналитик не принимает непосредственного участия в разработке финансовой политики корпорации, что является прерогативой ее руководства. Работа аналитика проводится по указанию финансового директора или по запросам дирекции компании. Финансового директора может заинтересовать влияние внешнего экономического окружения либо изменения налоговой политики на стоимость компании. При определении налогов (tax determination) следует исходить из требований существующего налогового законодательства, которое влияет на методику расчета доходов и расходов (например, выручки (нетто) от продажи товаров).

В отличие от норм бухгалтерского учета налоговые правила часто требуют ускорить признание доходов, не предусматривая одновременного признания расходов. Такие правила обеспечивают увеличение налоговых поступлений в бюджетную систему государства (например, признание выручки от реализации по мере отгрузки продукции, а не исходя из ее оплаты). Различие между бухгалтерским учетом для составления финансовых отчетов и налоговым учетом требует постановки во всех компаниях налогового планирования с целью оптимизации налоговых платежей.

С позиции финансового анализа важным аспектом является влияние системы налогового учета на финансовую отчетность, используемую при анализе. На практике объем реально выплаченных налогов может существенно отличаться от указанного в отчете о прибылях и убытках в связи с внесением соответствующих корректировок, включаемых в бухгалтерскую отчетность предприятия. Аналитик обязан учитывать влияние налогов на финансовую информацию, используемую в аналитической работе.

Работа аналитика часто связана с заказами менеджеров, не занимающихся управлением финансами. От оценки некоторых проблем может зависеть будущее положение компании на товарном и финансовом рынках, например принятие решения о расширении или продаже филиала, покупке или реализации крупного пакета акции, о лизинге технологического оборудования и др. Результаты финансового анализа, проведенного аналитиком, используют для разработки краткосрочных и долгосрочных планов (прогнозов) корпорации.

Место финансового аналитика в структуре корпорации зависит от характера бизнеса, размера компании и организационных представлений ведущих менеджеров. В небольших компаниях может быть один аналитик, а в крупных корпо-

рациях обычно создают специальный аналитический отдел, руководитель которого контактирует с руководством в лице вице-президента по финансам (финансового директора). Следует отметить, что функции финансового аналитика могут быть централизованными или децентрализованными.

В первом случае аналитик входит в состав финансовой службы компании или подразделения, осуществляющего аналитическую работу.

Централизация функций финансового аналитика имеет следующие преимущества:

- позволяет объединить опыт и знания специалистов при принятии важных управленческих решений;
- способствует объективности и гибкости финансового анализа;
- помогает выработать единую финансовую стратегию компании, например линию поведения на рынке ценных бумаг.

Если функции аналитика децентрализованы, то они относятся к другим структурным подразделениям компании. Децентрализация полезна, если:

- роль аналитика заключается в предоставлении рекомендаций менеджеру, который принимает решение;
- деятельность структурного подразделения настолько сложна и многогранна, что требуются систематические рекомендации аналитика;
- компания функционирует в форме холдинга, состоящего из независимых компаний. Руководству каждой из них требуются постоянные рекомендации аналитика.

В условиях современной России стратегическая приоритетность финансового анализа и роль аналитика в его проведении приобретают еще большую актуальность. Сегодня именно финансовые ресурсы являются наиболее ограниченными по сравнению с другими видами ресурсов, а следовательно, и наиболее дорогими. В таких условиях обоснованные рекомендации финансовых аналитиков особенно полезны для руководителей акционерных обществ.

Современный финансовый анализ должен исходить из того, что:

- предприятие действует и развивается;
- предприятие ликвидируется.

В России роль такой исходной базы недооценивают, хотя она имеет приоритетное значение для стратегического управления финансами, поскольку методику финансового анализа следует выбирать, учитывая принятую компанией стратегию, либо поддержание развития и роста, либо сворачивание роста и ликвидация.

Так, при анализе ликвидируемой компании наибольшее значение имеют показатели: платежеспособности и ликвидности, структуры источников капитала, состава имущества. С позиции действующего предприятия ведущая роль принадлежит анализу денежных потоков за предыдущий период и прогнозу на будущее, оценке эффективности инвестиций и дивидендной политики.

Для финансового аналитика имеют значение и такие параметры, как рентабельность активов, собственного капитала и продаж, соотношение между заемным и собственным капиталом, доля собственного капитала в валюте баланса, а также оценка вероятных рисков. Эти критериальные показатели позволяют ана-

литу определить возможные «точки роста» и перспективные направления, которые дадут возможность компании в будущем добиться успеха в реализации выбранной финансовой стратегии.

1.16. Методологические основы принятия финансовых и инвестиционных решений

Деятельность финансового директора по привлечению и использованию капитала тесно связана с принятием управленческих решений (финансового и инвестиционного характера). Их систематизируют на краткосрочные и долгосрочные.

Финансовые решения могут быть связаны:

- с уставным капиталом — решения по дополнительной эмиссии акций с целью его увеличения или изъятием из обращения части акций эмитента, их дроблением и консолидацией;
- с добавочным капиталом — решения по отражению в его составе результатов переоценки основных средств и т. п.;
- с резервным капиталом — решения по формированию и использованию части его на покрытие убытков и последующему пополнению его за счет чистой прибыли и других источников;
- с чистой прибылью — решения по выплате дивидендов и по ее инвестированию на расширение производства и иные цели.

Кроме того, к долгосрочным финансовым решениям относятся решения, связанные с долгосрочными обязательствами — по финансированию внеоборотных активов, а к краткосрочным — связанные с текущими обязательствами — по формированию оборотных активов.

Логика принятия таких решений вытекает из содержания бухгалтерского баланса как основной отчетной формы, характеризующей финансовое и имущественное положение предприятия (корпорации).

Прогнозный баланс активов и пассивов дает представление о будущем финансовом положении компании. Эффективность инвестированного капитала ($\mathcal{E}_{ик}$), как видно из рис. 1.15, по балансу активов и пассивов можно определить по формуле:

$$\mathcal{E}_{ик} = \frac{ЧП}{СК+ДО} \times 100, \quad (1.24)$$

где $ЧП$ — чистая прибыль (по отчету о прибылях и убытках); $СК$ — собственный капитал (раздел III баланса «Капитал и резервы»); $ДО$ — долгосрочные обязательства (раздел IV баланса «Долгосрочные обязательства»).

Текущие (краткосрочные) финансовые решения связаны с пополнением оборотного капитала за счет:

- использования собственных оборотных средств (чистого оборотного капитала);
- привлечения краткосрочных кредитов и займов;
- увеличения кредиторской задолженности.

Долгосрочные финансовые решения определяются необходимостью:

- формирования долгосрочных кредитов и займов;

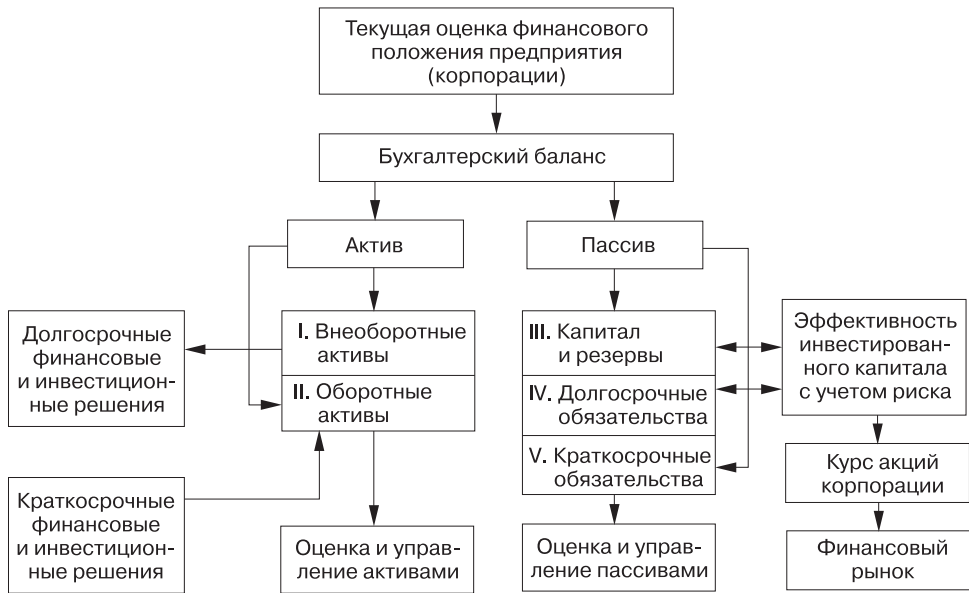


Рис. 1.15. Взаимосвязь бухгалтерского баланса с принятием финансовых и инвестиционных решений

- получения целевого финансирования;
- эмиссии собственных акций;
- использования финансовой аренды (лизинга);
- привлечения прочих источников долгосрочного финансирования.

Краткосрочные инвестиционные решения обусловлены размещением на денежном рынке:

- краткосрочных депозитных сертификатов (сроком до одного года);
- коммерческих и банковских векселей;
- коносаментов, чеков, аккредитивов, платежных поручений и платежных требований;
- прочих денежных документов.

Долгосрочные инвестиционные решения связаны с вложениями на рынке капитала в:

- депозитные сертификаты на срок свыше одного года;
- государственные и корпоративные облигации;
- акции акционерных обществ;
- другие финансовые активы, которые обращаются на рынке капитала.

Основным лицом, ответственным за принятие финансовых и инвестиционных решений, является финансовый директор, который часто входит в состав совета директоров крупной акционерной компании (корпорации). В самом общем виде эти решения должны обеспечить наиболее эффективный поток денежных ресурсов между корпорацией и финансовым рынком (рис. 1.16).

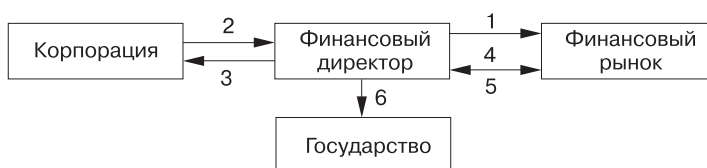


Рис. 1.16. Содержание решений, принимаемых финансовым директором

Примечания к рис. 1.16.

1. Денежные средства, полученные на финансовом рынке в обмен на финансовые активы (акции и корпоративные облигации).
2. Инвестирование денежных средств в реальные и нематериальные активы.
3. Денежные средства, полученные в результате операционной деятельности корпорации.
4. Денежные средства, возвращаемые инвесторам и кредиторам в качестве платы за капитал (дивиденды и проценты).
5. Денежные средства, реинвестированные в корпорацию.
6. Налоговые платежи государству.

Из рис. 1.16 можно сделать два вывода:

- зависимость компании от внешней среды, и прежде всего от финансового рынка, который является объектом государственного регулирования;
- приоритетность денежных активов, которые обеспечивают бесперебойность производственно-торгового процесса на любом предприятии; эти денежные средства могут быть получены в обмен на реальные (товары) или финансовые активы (ценные бумаги).

Решения по вопросам инвестиций, дивидендов, задолженности, оценки активов и другим аспектам деятельности предприятия (корпорации) не могут приниматься независимо друг от друга. Все они должны базироваться на данных текущего и прогнозного финансового анализа и находить отражение в бюджетах предприятия. Процедура принятия решений по управлению финансами хозяйствующих субъектов представлена на рис. 1.17.

Данная процедура носит рекомендательный характер и представляет практический интерес для российских компаний. Решения могут варьироваться по целям, задачам и времени, поэтому ключевая задача управления финансовой деятельностью предприятия — выбор наиболее эффективного из ряда возможных вариантов (например, приобретение оборудования за счет собственных средств, банковского кредита или финансового лизинга).

На практике существует четыре типа ситуаций, в которых принимают финансовые и инвестиционные решения, — это ситуации определенности, риска, неопределенности и конфликта.

Принятие решений в условиях определенности — самый простой случай: известно количество возможных ситуаций (вариантов и их результаты). Необходимо выбрать один из нескольких возможных вариантов (двух и более) и рекомендовать его руководству предприятия (например, принять для реализации инвестиционный проект).



Рис. 1.17. Процедура принятия решений по управлению финансами предприятия

Для принятия решений в условиях риска необходима оценка вероятности наступления каждого события. Такая вероятность может быть объективной или субъективной (оцениваемой интуитивно). Последовательность действий менеджеров и аналитиков при этом такова:

- прогнозируют возможные результаты (доход, прибыль и т. д.);
- каждому результату присваивают соответствующую степень вероятности;
- выбирают критерий (например, максимизацию ожидаемой прибыли);
- принимают вариант решения, приемлемый для данного критерия.

Пример. Допустим, предприятие имеет два проекта с одинаковой прогнозной суммой капиталовложений. Величина планируемой прибыли в каждом случае неопределенна и представлена в виде распределения вероятностей (табл. 1.3).

По данным таблицы, математическое выражение ожидаемой прибыли составит:

По проекту № 1: $F(R_1) = 18,0 \times 0,1 + 21,0 \times 0,2 + 24,0 \times 0,4 + 27,0 \times 0,2 + 30,0 \times 0,1 = 24,0$ млн руб.

По проекту № 2: $F(R_2) = 12,0 \times 0,1 + 18,0 \times 0,15 + 24,0 \times 0,3 + 30,0 \times 0,35 + 48,0 \times 0,1 = 26,4$ млн руб.

Таблица 1.3

Базовые параметры по двум инвестиционным проектам, млн руб.

Проект № 1		Проект № 2	
прибыль (R_1)	вероятность, доли единицы	прибыль (R_2)	вероятность, доли единицы
18,0	0,1	12,0	0,10
21,0	0,2	18,0	0,15
24,0	0,4	24,0	0,30
27,0	0,2	30,0	0,35
30,0	0,1	48,0	0,10
Итого	1,0	–	1,0

Итак, с позиции получения прибыли проект № 2 более предпочтителен для инвестора, но и более рискован, так как имеет большую вариацию прибыли по сравнению с проектом № 1. В данном примере основным критерием отбора варианта была максимизация ожидаемой прибыли.

Принятие решений в условиях неопределенности означает невозможность оценить вероятность наступления того или иного события. Главный критерий — максимизация прибыли (дохода) — в такой ситуации неприменим. Поэтому на практике используют иные критерии:

- максимизация минимальной прибыли;
- максимизация максимальной прибыли;
- минимизация максимальных потерь и др.

Принятие управленческих решений в условиях конфликта — наиболее сложный и мало разработанный с практической точки зрения вариант. Подобные ситуации обычно рассматривают в теории игр. Принятие решений в условиях конфликта означает наличие противодействия принимаемым решениям или сопровождается изменением поведения, например, участников финансового рынка. Изменение поведения участников рынка в связи с колебанием условий коммерческой сделки может перевести ситуацию определенности и риска в ситуацию конфликта.

Приведем основные факторы, влияющие на принятие финансовых и инвестиционных решений: фактор времени, фактор неопределенности и риска, степень ответственности по долговым обязательствам, налогообложение операций с реальными и финансовыми активами. Учет данных факторов необходим для принятия обоснованных решений по управлению структурой капитала, активов (имущества), а также инвестиционным портфелем предприятия (корпорации).

Глава 2

ФИНАНСОВЫЕ РЕШЕНИЯ О ЦЕНЕ И СТРУКТУРЕ КАПИТАЛА

2.1. Понятие и классификация капитала для принятия решений

Капитал — одно из базовых понятий финансового менеджмента. С позиции управления финансами предприятия (корпорации) оно выражает общую стоимость средств в денежной, материальной и нематериальной формах, вложенных в его активы.¹

В результате вложения капитала формируют основной и оборотный капитал. В процессе функционирования основной капитал выступает главным образом в форме внеоборотных активов, а оборотный капитал — в форме оборотных активов.

Раскроем основные признаки капитала.

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

По форме вложения различают *предпринимательский* и *ссудный* капитал.

Предпринимательский авансируют в реальные (капитальные), нематериальные и финансовые активы предприятия с целью извлечения прибыли и получения права на его управление; ссудный капитал — это денежный капитал, предоставленный в кредит на условиях возвратности, платности, срочности и обеспеченности залогом, гарантией или поручительством юридических или физических лиц. В отличие от предпринимательского ссудный капитал не вкладывается в предприятие, а передается заемщиком (банком) заемщику во временное пользование с целью получения процентного дохода. Ссудный капитал выступает на кредитном рынке как товар, а его ценой является процент. Кредит, взятый под низкий процент, — это «дешевые деньги»; кредит под высокий процент — «дорогие деньги». Кредит, полученный менее чем на 15 дней, — это «короткие деньги».²

¹ В пассиве бухгалтерского баланса капитал учитывают в форме собственного капитала, долгосрочных и краткосрочных обязательств.

² Балабанов И. Т. Основы финансового менеджмента. — М.: Финансы и статистика, 2000. С. 66.

Цена капитала выражает, сколько следует заплатить (отдать денежных средств) за привлечение определенной суммы капитала. Цена собственного капитала — сумма дивидендов по акциям для акционерного капитала или сумма прибыли, выплаченная по паевым вкладам, и связанных с ними расходов.

Цена *заемного* капитала — сумма процентов, уплаченных за кредит или облигационный заем, и связанных с ними затрат.

Цена *привлеченного* капитала — это стоимость кредиторской задолженности. Она представляет сумму штрафных санкций за кредиторскую задолженность, не погашенную в срок не более трех месяцев после возникновения или в срок, определенный договором (контрактом).

Итак, капитал выражает источники средств предприятия (пассивы баланса), приносящие доход.

Стоимость капитала выражается его доходностью, необходимой для различных типов финансирования предприятия. Общая стоимость капитала — средняя взвешенная величина индивидуальных стоимостей (цен) его отдельных элементов.

Любое предприятие заинтересовано в концентрации средств. В итоге общая стоимость капитала (как критерий принятия финансового или инвестиционного решения) применима только при определенных обстоятельствах: активы компании должны быть идентичными с позиции риска, а инвестиционные ресурсы также должны удовлетворять этому условию. Если последние имеют разную степень риска, то необходимая норма прибыли для предприятия в целом не может служить критерием для принятия управленческих решений.

Проблема стоимости (цены) капитала имеет важное практическое значение по следующим причинам.

1. Чтобы максимизировать ценность предприятия, необходимо свести к минимуму все производственные издержки (включая источники привлечения капитала), а чтобы минимизировать стоимость капитала, следует иметь возможность для ее измерения.
2. Принять правильные финансовые или инвестиционные решения без оценки стоимости капитала невозможно. Показатель стоимости капитала используют как критерий в процессе оценки реальных инвестиционных проектов, включая их окупаемость. Кроме того, он служит базой для сравнения с внутренней нормой доходности по конкретному проекту. Если она ниже, чем показатель стоимости (цены) капитала, то такой проект отвергают.
3. Стоимость капитала служит базовым критерием формирования эффективности финансового инвестирования. Поскольку критерий такой эффективности определяет само предприятие, то при оценке доходности отдельных финансовых активов базой сравнения выступает стоимость капитала. С ее помощью оценивают не только реальную рыночную цену или прибыльность отдельных финансовых инструментов, но и эффективность инвестиционного портфеля в целом.
4. Такие финансовые аспекты деятельности предприятия, как лизинг (аренда имущества), управление активами, эмиссионная политика, требует оценки стоимости его капитала.

5. Уровень стоимости капитала является важным измерителем цены компании, т. е. привлекательности для инвесторов и кредиторов. Снижение стоимости привлекаемого капитала приводит к соответствующему росту ее рыночной цены, и наоборот. Как измеритель рыночной стоимости компании выступает прежде всего собственный капитал, определяющий объем чистых активов. Вместе с тем объем используемого собственного капитала характеризует и параметры привлечения заемных средств, способных приносить дополнительную прибыль.
6. Капитал выступает важным источником формирования благосостояния собственников (акционеров) предприятия в форме выплаты им дивидендов и процентов по эмиссионным ценным бумагам.

Динамика капитала является важным измерителем эффективности производственно-коммерческой деятельности компании. Способность собственного капитала к самовозрастанию характеризует приемлемый уровень образования чистой (нераспределенной) прибыли, ее способность поддерживать финансовое равновесие предприятия за счет собственных финансовых ресурсов. Снижение удельного веса собственного капитала в его общем объеме свидетельствует о потере финансовой независимости компании и о необходимости привлечения внешних источников финансирования в форме кредитов и займов.

Для принятия обоснованных финансовых и инвестиционных решений капитал систематизируют по определяющим его признакам (табл. 2.1).

Таблица 2.1

Классификация видов капитала по стандартным признакам

Виды капитала	Состав и интерпретация каждого вида капитала
1. По принадлежности компании	Собственный капитал — общая стоимость средств, принадлежащих предприятию на праве собственности и используемых им для вложения в активы
	Заемный капитал — привлекаемые для финансирования предприятия заемные средства. Он выражает также финансовые обязательства, подлежащие погашению в установленные сроки
2. По объекту инвестирования	Основной капитал — капитал, инвестированный в основные средства и другие элементы внеоборотных активов. На практике основной капитал формируют за счет собственных и долгосрочных заемных источников средств
	Оборотный капитал — капитал, инвестированный в оборотные активы (запасы, дебиторскую задолженность, денежные активы и краткосрочные финансовые вложения). Как правило, оборотный капитал формируют за счет собственных и краткосрочных заемных источников средств
3. По целям инвестирования	Производственный — функционирует в сфере производства товаров (работ, услуг)
	Ссудный — функционирует на кредитном и фондовом рынках (облигационные займы)
	Спекулятивный — возникает на рынке ценных бумаг

Окончание табл. 2.1

Виды капитала	Состав и интерпретация каждого вида капитала
4. По формам инвестирования (вложения)	Капитал в денежной форме
	Капитал в материальной форме
	Капитал в нематериальной (неосязаемой) форме (инвестиции в нематериальные активы)
5. По форме нахождения в процессе индивидуального кругооборота средств	Капитал в денежной форме
	Капитал в производительной форме (вложения в незавершенное производство)
	Капитал в товарной форме (вложения в готовую продукцию на складе, товары для перепродажи, товары отгруженные)
6. По организационно-правовым формам собственности	Акционерный капитал (в акционерных обществах — уставный и резервный капитал)
	Паевой капитал — в хозяйственных товариществах
	Индивидуальный капитал — находится в личной собственности частных предпринимателей без образования ими юридического лица
7. По характеру использования в производственном процессе	Работающий капитал — используемый для производства товаров и услуг
	Неработающий (иммобилизованный) капитал — капитал, находящийся в резерве и на консервации (например, оборудование к установке)
8. По характеру использования собственниками (владельцами) компании	Потребляемый капитал — предназначен для потребления собственниками (владельцами)
	Накапливаемый капитал — предназначен для инвестирования на цели расширения производства
9. По формам собственности	Частный капитал
	Государственный капитал
	Смешанный капитал
10. Другие виды капитала	Отечественный и иностранный капитал
	Легальный и «теневой» (скрытый) капитал

По принадлежности предприятию в пассиве баланса выделяют собственный и заемный капитал. Поэтому финансовый директор всегда принимает решения в отношении структуры капитала, источников формирования собственного и заемного капитала и стоимости его привлечения. На практике он принимает и другие решения:

- об объемах и сроках погашения долгосрочных и краткосрочных обязательств;
- об источниках пополнения собственного капитала (за счет эмиссии собственных акций, оставления на балансе части чистой прибыли и т. д.);
- о порядке и сроках выплаты дивидендов акционерам;
- об источниках формирования инвестиционного (капитального) бюджета и др.

Функционирование капитала в процессе его производительного использования характеризуют индивидуальным кругооборотом средств (в рамках отдельного предприятия), который совершается по формуле:

$$D - T - D', \quad (2.1)$$

где D — денежные средства, авансированные инвестором; T — товар (приобретенные инвестором орудия и предметы труда); D' — денежные средства, полученные инвестором от продажи готового товара, включая фонды возмещения, оплаты труда и прибыль; $D' - D$ — чистый доход инвестора; $D' - T$ — выручка от продажи товара; $D - T$ — издержки инвестора на приобретение товара.

Среднюю продолжительность оборота капитала выражают коэффициентом оборачиваемости, длительностью одного оборота в днях и коэффициентом капиталоемкости объема производства (продаж) за расчетный период:

$$KO_{\kappa} = \frac{OP}{\bar{K}}; \quad PO_{\partial} = \frac{D}{KO_{\kappa}}; \quad K_{\kappa e} = \frac{\bar{K}}{OP}, \quad (2.2)$$

где KO_{κ} — коэффициент оборачиваемости капитала, число оборотов; OP — объем производства (продаж) товаров; \bar{K} — средняя стоимость капитала за расчетный период; PO_{∂} — продолжительность одного оборота, дни; D — количество дней в расчетном периоде (365 дней — за год; 180 дней — за полугодие; 90 дней — за квартал); $K_{\kappa e}$ — коэффициент капиталоемкости объема производства (продаж) товаров в расчетном периоде.

Приведенные показатели вычисляют и анализируют за ряд периодов (кварталов, лет) и делают выводы об эффективности использования капитала предприятия.

В практике работы западных корпораций часто используют коэффициент Д. Тобина (Tobin S. Q). Он характеризует отношение суммы обязательств и собственного (акционерного) капитала корпорации к восстановительной стоимости активов:

$$q = \frac{\bar{K}}{A}, \quad (2.3)$$

где q — коэффициент Д. Тобина; \bar{K} — капитал компании (стоимость всех обязательств и акционерного капитала, включая обыкновенные и привилегированные акции); A — средняя стоимость активов по восстановительной оценке за расчетный период.

Восстановительная стоимость активов всегда выше их балансовой оценки, так как учитывает влияние инфляционного фактора.

Д. Тобин полагал, что компания имеет стимул к инвестициям, когда $q > 1,0$ (т. е. когда производственное оборудование стоит выше, чем его восстановительная стоимость), и она прекратит инвестиции, когда $q = 1,0$. Наоборот, может быть ситуация, когда $q < 1,0$, т. е. оборудование стоит меньше его восстановительной стоимости. В этом случае компания не имеет стимула к инвестициям. Конечно, можно найти примеры, когда существующие активы реально стоят дороже, чем их замена. Однако при этом отсутствуют возможности для дальнейшего прибыльного инвестирования. Тем не менее высокое значение данного показателя характеризует сильные конкурентные преимущества конкретной компании.

Вывод

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

2.2. Принципы формирования капитала

Ключевая цель формирования капитала предприятия — удовлетворение потребности в приобретении необходимых активов и оптимизации его структуры для обеспечения условий эффективного функционирования в хозяйственной деятельности.

Исходя из этой цели руководство компании принимает финансовые и инвестиционные решения по формированию и размещению капитала, опираясь на следующие принципы:

1. Учет перспектив развития предприятия, что предполагает выделение соответствующих финансовых ресурсов на реализацию долгосрочных инновационных и инвестиционных проектов и программ.
2. Достижение соответствия объема привлекаемого капитала объему формируемых активов предприятия, что обеспечивают с помощью разработки операционных и финансовых бюджетов.
3. Обеспечение оптимальной структуры в аспекте его эффективного использования, что предполагает установление рационального соотношения между заемным и собственным капиталом, т. е. коэффициент задолженности должен соответствовать приемлемому значению 0,67 (40/60%).
4. Достижение минимизации затрат по формированию капитала из различных источников (собственных, заемных и привлеченных), что требует расчета средневзвешенной стоимости капитала и применения данного параметра при оценке вложений в реальные и финансовые активы.
5. Обеспечение эффективного использования капитала в процессе хозяйственной деятельности предполагает проведение анализа и оценки финансовой устойчивости, платежеспособности, деловой и рыночной активности предприятия с помощью специальных финансовых коэффициентов. Такой анализ предполагает оценку текущего финансово-экономического состояния компании и прогноз на будущее.

Одним из важных параметров финансовой устойчивости является прибыль, наличие которой предполагает периодически возобновляемую способность предприятия генерировать денежные средства. В долгосрочном периоде для оценки прибыли и доходности хозяйствующего субъекта необходимы плановые (прогнозные) бюджеты денежных средств. На практике это означает, что для целей финансового управления компанией объективный анализ финансовой устойчивости можно гарантировать только при наличии предусмотренной в ней процедуры бюджетирования.

В финансовом менеджменте приоритетными являются проблемы формирования, минимизации стоимости (цены) капитала и оптимизации его структуры, которые требуют более детального рассмотрения.

2.3. Методы и источники привлечения капитала

В процессе принятия финансовых решений важно определить методы и источники привлечения капитала для финансирования активов (внеоборотных и оборотных) действующего предприятия.

Первый вопрос, возникающий перед руководством компании: сколько нужно средств для реализации предполагаемого проекта (программы)? Второй вопрос: из каких источников намечается получить денежные средства и в какой форме? Третий вопрос: когда можно ожидать возврата вложенных средств? Ответ на первый вопрос вытекает из финансового плана (бюджета) предприятия, в котором отражают его доходы и расходы.

Бюджет представляет собой финансовый документ, являющийся инструментом планирования и контроля над будущими операциями предприятия. Базой для определения прогнозных статей расходов бюджета служат намечаемые стратегические цели развития предприятия и способы их достижения.

Прогноз доходной части бюджета составляют с учетом всех возможных поступлений средств:¹

- выручки (нетто) от продажи товаров (работ, услуг);
- выручки от реализации имущества;
- операционных доходов (за вычетом расходов);
- внеоперационных доходов (за вычетом расходов).

Ответ на второй вопрос следует рассмотреть более детально, поскольку предприятие должно решить, будет ли оно финансировать свое развитие за счет собственных или привлеченных источников или за счет их сочетания.

Приведем возможные источники финансирования западных промышленных корпораций (рис. 2.1).

Финансирование за счет внешних источников (включая эмиссию корпоративных ценных бумаг) предпочтительнее для проектов, связанных с расширением производства на действующих предприятиях, если они рентабельны. С одной стороны, от таких предприятий банки не будут требовать повышенную плату за кредит, так как риск вложений относительно невелик. С другой стороны, не проблема найти материальное обеспечение кредита в форме имеющихся активов, если они ликвидны. В отдельных случаях привлечение средств сторонних инвесторов для компании нежелательно из-за возможности лишиться контрольного пакета акций, размер которого обычно оценивают в 50% плюс один голос. При сильно «распыленном» акционерном капитале для контроля над компанией достаточно иметь пакет акций в 10–15% общей его величины. В ряде случаев опора только на собственные силы не дает желательных результатов, особенно при осуществлении масштабных инвестиционных проектов. Поэтому возникает необходимость привлекать средства сторонних инвесторов и кредиторов для реализации своих проектов.

Ответ на третий вопрос требует включения в бизнес-план инвестиционного проекта специальных расчетов, позволяющих оценить объемы, доходность и сро-

¹ Более подробно см.: *Бочаров В. В.* Коммерческое бюджетирование. — СПб.: Питер, 2003 (Серия «Учебник для вузов»).



Рис. 2.1. Источники финансирования западной промышленной корпорации

ки окупаемости долгосрочных инвестиций. Приведем основные формулы для определения данных параметров:

$$P_u = \frac{БП(ЧП)}{И} \times 100; T_{ок} = \frac{И}{БП(ЧП)}, \quad (2.4)$$

где P_u — рентабельность долгосрочных инвестиций, %; $БП(ЧП)$ — бухгалтерская (или чистая) прибыль; $И$ — объем долгосрочных инвестиций в форме капитальных вложений; $T_{ок}$ — период окупаемости долгосрочных инвестиций, лет.

Следовательно, при выборе источников финансирования активов предприятия (корпорации) необходимо:¹

- 1) определить потребности в краткосрочном и долгосрочном капитале;
- 2) проанализировать возможные изменения в составе активов и капитала с целью определения их оптимальной структуры по объему и видам;
- 3) обеспечить постоянную платежеспособность и, следовательно, финансовую устойчивость;
- 4) использовать максимально прибыльно собственные и заемные средства;
- 5) снизить расходы на финансирование хозяйственной деятельности.

¹ Финансирование — процесс выбора форм, методов и способов использования финансовых ресурсов (источников средств) для достижения экономического развития и роста рыночной стоимости компании.

Наличие финансового и инвестиционного планов (бюджетов) позволяет определить объем денежных ресурсов предприятия с учетом:

- компетенции его руководства;
- налогового законодательства и его влияния на доходы компании;
- финансовой и денежно-кредитной политики государства;
- соотношения заемных и собственных средств в пассиве баланса (структуры капитала);
- затрат на финансирование текущей (операционной) и инвестиционной деятельности при различных вариантах их окупаемости;
- уровня риска, характерного для наиболее важных операций с реальными и финансовыми активами фирмы.

Источники финансирования российских предприятий (корпораций) делятся на внутренние (собственный капитал) и внешние — заемный и привлеченный капитал с финансового рынка (рис. 2.2).

Внутреннее финансирование — использование собственных средств, прежде всего чистой прибыли и амортизационных отчислений. В случае активного самофинансирования бухгалтерской прибыли должно быть достаточно для уплаты налогов в бюджетную систему, дивидендов по акциям, расширения основного



Рис. 2.2. Источники финансирования предприятий и корпораций в России

капитала и нематериальных активов, пополнения оборотных средств, формирования резервного капитала и др.

При неактивном (скрытом) финансировании возникают дополнительные источники вследствие заниженной оценки имущества (нематериальных активов, запасов, финансовых вложений и пр.), пониженных отчислений в резервные фонды, что не отражено в балансе предприятия.

Источники скрытого финансирования следующие:

- чистый оборотный капитал (разница между оборотными активами и краткосрочными обязательствами);
- резервы по сомнительным долгам;
- доходы будущих периодов;
- резервы предстоящих расходов;
- просроченная задолженность поставщикам, подрядчикам и прочим кредиторам;
- задолженность участникам (учредителям) по выплате доходов;
- средства, образованные в результате уклонения от уплаты налогов, сокрытия прибыли или неучета прибыли филиалов;
- резервы под обесценение вложений в ценные бумаги.

Наиболее стабильным источником покрытия оборотных активов является чистый оборотный капитал, обеспечивающий финансовую устойчивость предприятия.

Нижняя граница — 10% от общей величины оборотных активов. Чем выше этот показатель (примерно 50%), тем устойчивее финансовое состояние предприятия, тем больше у него возможностей в проведении независимой финансовой политики. Коэффициент маневренности чистого оборотного капитала характеризует его долю в общей величине собственного капитала. Рекомендуемое значение данного показателя 20–30%, и чем выше значение параметра, тем больше возможностей у предприятия для финансового маневра. Наличие остальных источников скрытого самофинансирования обусловлено действующим в России порядком ведения бухгалтерского учета, нарушениями расчетного и налогового законодательства.

Самофинансирование имеет ряд преимуществ:

- за счет дополнительно образованного из прибыли собственного капитала повышается финансовая устойчивость предприятия;
- формирование и использование собственного капитала происходит стабильно в течение всего года;
- минимизируются расходы по внешнему финансированию (по обслуживанию долга кредиторам);
- упрощается процесс принятия управленческих решений по развитию предприятия за счет дополнительных инвестиций, так как источники покрытия капитальных затрат известны заранее.

Уровень самофинансирования предприятия зависит не только от его внутренних возможностей, но и от внешней среды (налоговой, бюджетной и денежно-кредитной политики государства, конъюнктуры финансового рынка, состояния внешнего государственного долга и т. д.).

Следует отметить, что самофинансирование создает возможности для регулирования объема налогооблагаемой прибыли законными способами и зависит от:

- варьирования границы отнесения активов к основным или оборотным средствам;
- выбора метода начисления амортизации по основным средствам (линейный и нелинейные способы); применение одного из способов производят по группе однородных объектов в течение всего срока их полезного использования и предусматривают в учетной политике предприятия;
- порядка оценки амортизации нематериальных активов. Срок полезного использования данных активов предприятие определяет самостоятельно при принятии объектов к бухгалтерскому учету. По нематериальным активам, по которым невозможно определить срок полезного использования, нормы амортизационных отчислений устанавливают в расчете на двадцать лет (в налоговом учете на десять лет), но не более срока деятельности предприятия;
- выбора метода учета материальных запасов.

При отпуске материалов в производство и ином выбытии их оценку осуществляют:

- по себестоимости каждой единицы;
- по средней себестоимости;
- по способу ФИФО (по себестоимости первых по времени закупок);
- по способу ЛИФО (по себестоимости последних по времени закупок). При использовании средней себестоимости закупок занижают себестоимость реализованной продукции и завышают прибыль для налогообложения. Аналогичная процедура наблюдается при внедрении метода ФИФО. Наоборот, при методе ЛИФО максимизируют издержки производства и минимизируют прибыль для налогообложения;
- выбора способа учета операций с ценными бумагами. Налоговую базу по сделкам с ценными бумагами налогоплательщик определяет отдельно от других хозяйственных операций, формирующих его прибыль (за исключением налоговой базы по операциям с ценными бумагами, устанавливаемой профессиональными участниками фондового рынка). При этом налогоплательщик (за исключением профессиональных дилеров) вычисляет налоговую базу по операциям с ценными бумагами, обращающимися на организованном фондовом рынке, отдельно от налоговой базы по операциям с этими бумагами, не обращающимися на организованном рынке. При реализации или ином выбытии ценных бумаг налогоплательщик исходя из выбранной им учетной политики применяет один из следующих методов отнесения на расходы стоимости выбывших ценных бумаг: по себестоимости первых по времени приобретений (ФИФО), по себестоимости последних по времени приобретений (ЛИФО). Налогоплательщику, получившему убыток от операций с ценными бумагами в предыдущем налоговом периоде, предоставлено право понижать налоговую базу, полученную в отчетном (налоговом) периоде, и перенести указанный убыток на будущее. В соответствии со ст. 283 Налогового кодекса РФ перенос убытка на будущее осуществляется в тече-

ние десяти лет, следующих за тем налоговым периодом, в котором получен этот убыток;

- оценка вкладов участников в уставный (складочный) капитал хозяйственного общества или товарищества (в денежной, материальной и нематериальной формах);
- создание резервов по сомнительным долгам, которые формируют по результатам инвентаризации дебиторской задолженности. На сумму создаваемых резервов осуществляют записи по дебету счета «Прочие доходы и расходы» (счет 91) и кредиту счета «Резервы по сомнительным долгам» (счет 63). При списании невостребованных долгов, ранее признанных предприятием сомнительными, записи производят по дебету счета 63 в корреспонденции с соответствующими счетами по учету расчетов с дебиторами. Присоединение неиспользованных сумм резервов сомнительных долгов к прибыли отчетного периода, следующего за периодом их создания, отражают по дебету счета 63 «Резервы по сомнительным долгам» и кредиту счета 91 «Прочие доходы и расходы». Аналитический учет по счету 63 ведут по каждому сформированному резерву;
- состава накладных (общехозяйственных) расходов и способа их распределения по видам затрат, заказам и т. д.

Внешнее финансирование — использование средств государства, финансово-кредитных организаций, нефинансовых компаний, иностранных инвесторов и граждан. Внешнее финансирование за счет собственных средств предполагает использование денежных ресурсов учредителей (участников) предприятия. Финансовое обеспечение предпринимательской деятельности данного вида часто бывает наиболее предпочтительным, так как гарантирует финансовую независимость предприятия и облегчает условия получения банковских кредитов (в случае дефицита ликвидных средств). Однако такие способы финансирования, как эмиссия собственных акций и привлечение венчурного (рискового) капитала, занимают небольшой удельный вес в общем объеме инвестиций отечественных предприятий (менее 1%).

Финансирование за счет заемного капитала — это предоставление денежных средств кредиторами на условиях возвратности и платности. Содержание данного способа состоит не в участии своими денежными средствами в капитале предприятия, а в обычных кредитных отношениях между заемщиком и кредитором. Предоставление предприятию кредита предполагает дополнительные затраты заемщика на его погашение и уплату процентов, а также понижение налогооблагаемой прибыли за счет включения в состав операционных расходов процентов за кредит.

Финансирование за счет заемных средств классифицируют на два вида:

- 1) за счет краткосрочного кредита;
- 2) за счет долгосрочного кредита.

Краткосрочный привлеченный капитал служит источником финансирования оборотных активов (материальных запасов, заделов незавершенного производства, сезонных затрат и др.). Предоплата заказчиком товаров генерирует неплатежи в хозяйстве и может рассматриваться как беспроцентный кредит поставщику.

В отличие от России западные фирмы редко применяют предоплату, так как работают на отсрочках платежа за товары (коммерческий кредит) или на системе скидок с цены изделий (спонтанное финансирование). Краткосрочный привлеченный капитал банки предоставляют на условиях кредитного договора с заемщиком под реальное обеспечение его имущества.

Долгосрочный привлеченный капитал (в форме кредита) направляют на обновление основного капитала и приобретение нематериальных активов.

Капитальные вложения — инвестиции в основные средства включают затраты на новое строительство, расширение, реконструкцию и техническое перевооружение действующих предприятий, на приобретение машин и оборудования, транспортных средств, вычислительной техники, проектно-изыскательские работы и др. Финансирование капитальных вложений осуществляют как за счет собственных (нераспределенная прибыль и амортизационные отчисления), так и за счет привлеченных средств сторонних инвесторов и кредиторов.

По сравнению с финансированием через займы, получаемые с фондового рынка (эмиссия корпоративных облигаций), использование долгосрочного банковского кредита обеспечивает заемщику следующие преимущества:

- 1) не расходуются средства на печатание ценных бумаг или их учет на электронных носителях, на эмиссию, рекламу и размещение;
- 2) правовые отношения между заемщиком и кредитором известны ограниченному кругу лиц;
- 3) условия предоставления кредита определяются партнерами по каждой сделке;
- 4) короче период между подачей заявки и получением кредита по сравнению с поступлением средств с фондового рынка;
- 5) ограничивают выпуск облигаций акционерного общества. Так, выпуск облигаций без обеспечения имуществом допускается не ранее третьего года его существования и при условии надлежащего утверждения к этому времени двух годовых бухгалтерских балансов и полной оплаты уставного капитала. Общество не вправе эмитировать облигации, конвертируемые в его акции, если количество объявленных акций определенных категорий и типов меньше количества акций этих категорий и типов, право на приобретение которых предоставляют данные ценные бумаги;
- 6) процент по долговому обязательству не зависит от финансового результата заемщика (в случае роста прибыли), а с другой стороны, собственникам предприятия не приходится уступать кредиторам свои права на управление им. Однако фиксированность расходов по обслуживанию долга может стать и недостатком данного источника (в случае значительного снижения объема прибыли), так как часто приводит к несостоятельности (банкротству) заемщика.

Следует также отметить, что банковский кредит и облигационный заем имеют фиксированный срок погашения (в отличие от акций) и требуют наличия к этому сроку соответствующих источников средств для их погашения (вместе с процентами). Рост доли долгосрочных кредитов и займов в пассиве баланса приводит к увеличению уровня финансового риска и повышению цены всех источников капитала предприятия. Наконец, в условиях России существует риск зависимости

заемщика от одной кредитной организации, поскольку ограничен выбор банков, способных выделить кредит на масштабное производственное строительство.

Положительной чертой эмиссионного финансирования (в отличие от банковского кредита) является возможность разместить облигационный заем среди многих инвесторов и тем самым понизить зависимость от одного кредитора.

Сравнение различных методов финансирования позволяет предприятию выбрать наиболее приемлемый вариант финансового обеспечения текущей (операционной) и инвестиционной деятельности.

Необходимо также отметить, что развитие рынка долгосрочных кредитов в России возможно только при условии стабилизации хозяйственной системы, т. е. преодолении стагнации производства, снижении темпов роста, инфляции (до 3–5% в год), уменьшении учетной ставки банковского процента до 10–12% годовых, ликвидации негативных последствий кризиса неплатежей и укрепления доходной базы бюджетов всех уровней. Важное значение имеет концентрация банковского капитала в крупных банках, способных финансировать крупномасштабные проекты в реальном секторе экономики. В этих целях предлагают создать саморегулируемый организационно-экономический механизм, адекватно распределяющий доходы и риски среди всех участников инвестиционного процесса. Одной из причин дефицита инвестиционных ресурсов в России является отсутствие такого механизма. Только в условиях активизации инвестиционной деятельности долгосрочные кредиты в основной капитал предприятий могут окупиться в установленные проектами сроки за счет генерируемых ими чистых денежных поступлений (в форме чистой прибыли и амортизационных отчислений).

2.4. Последовательность и особенности формирования отдельных элементов капитала

Целенаправленное формирование и использование капитала на действующем предприятии определяет эффективность его финансовой и инвестиционной деятельности в текущем периоде и стратегию на будущее. Конечная цель формирования капитала — удовлетворение потребностей любой компании в источниках финансирования ее активов. Исходя из этой приоритетной цели процесс формирования капитала осуществляют в определенной последовательности.

Во-первых, учет перспектив производственного и научно-технического развития предприятия. Обеспечение данной стратегии осуществляют путем включения в бизнес-план по созданию нового производства (цеха, филиала) расчетов, связанных с формированием капитала, и прежде всего за счет собственных источников (амортизации и чистой прибыли). Модель стратегического планирования капитала по реализации инвестиционного проекта представлена на рис. 2.3.

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

- 1) предпроектные расходы, не предусмотренные в сводном сметном расчете стоимости строительства;
- 2) проектные расходы, предусмотренные в сметной документации на строительство.

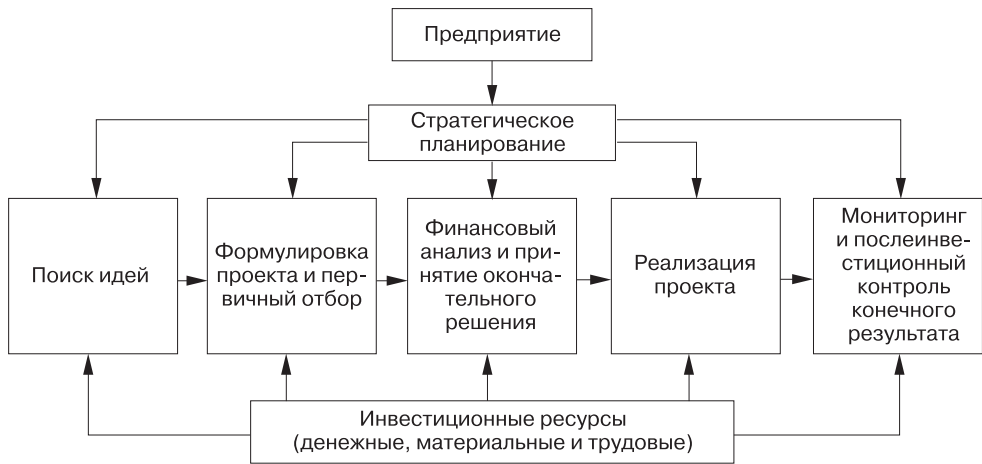


Рис. 2.3. Примерная модель инвестиционного процесса на действующем предприятии

Предпроектные расходы необходимы для разработки бизнес-плана и финансирования связанных с этим исследований. Эти расходы носят разовый характер и невелики по объему.

Проектные расходы необходимы для формирования основного и оборотного капитала нового предприятия (производства, филиала и др.). К таким расходам можно отнести приобретение оборудования, требующего и не требующего монтажа, транспортных средств, вычислительной техники и т. д.

В-третьих, обеспечение оптимальной структуры капитала с позиции эффективности его использования. Она представляет собой соотношение между собственными и заемными средствами, используемыми в производственно-коммерческой деятельности. Структура капитала оказывает существенное влияние на результаты текущей, инвестиционной и финансовой деятельности предприятия, а также на рентабельность активов и собственного капитала.

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

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

Краткосрочные пассивы — это обязательства, которые покрываются оборотными активами или погашаются в результате образования новых краткосрочных обязательств. Их погашают обычно в течение непродолжительного периода (в срок до одного года). Выделение краткосрочных обязательств в отдельную группу важно для мониторинга платежеспособности, кредитоспособности и ликвидности баланса предприятия.

Долгосрочные пассивы — это обязательства, которые должны быть погашены в течение срока, превышающего один год. Основными видами этих обязательств являются долгосрочные кредиты и займы. Их используют главным образом для финансирования внеоборотных активов.

Собственный капитал характеризует источники собственных средств предприятия. В их состав включают: уставный, добавочный и резервный капитал, а также нераспределенную прибыль.

Данные статьи отражают сумму чистых активов акционерного общества. Собственный капитал характеризуют следующие положительные черты:

- 1) простота привлечения, так как решения по его увеличению (особенно за счет внутренних источников) принимают собственники и менеджеры без участия других коммерческих организаций (например, банков);
- 2) более высокая способность генерировать прибыль во всех сферах деятельности предприятия, так как при его использовании отпадает необходимость в уплате ссудного процента или процента по облигационным займам;
- 3) обеспечение финансовой устойчивости в процессе развития предприятия и его платежеспособности в долгосрочном периоде.

Недостатки использования только собственного капитала:

- 1) ограниченность объема привлечения для расширения масштабов предпринимательской деятельности;
- 2) более высокая стоимость в сравнении с альтернативными заемными источниками капитала (дивиденд по обыкновенным акциям, как правило, выше процента по корпоративным облигациям, так как риск последних ниже);
- 3) нереализуемая возможность прироста рентабельности собственного капитала за счет привлечения заемных средств с помощью эффекта финансового рычага (левериджа).

Итак, предприятие, использующее только собственный капитал, имеет максимальную финансовую устойчивость (коэффициент финансовой независимости равен 1,0). Однако ограничивает темпы своего развития в будущем, так как, отказавшись от привлечения заемного капитала в период благоприятной рыночной конъюнктуры, лишается дополнительного источника финансирования прироста активов (имущества).

Заемный капитал характеризуют следующими позитивными признаками:

- 1) широкими возможностями привлечения, особенно при высоком кредитном рейтинге заемщика в наличии ликвидного залога или гарантии платежеспособного поручителя;
- 2) обеспечением роста финансового потенциала для увеличения активов при возрастании темпов роста объема продаж;
- 3) возможностью генерировать прирост рентабельности собственного капитала за счет эффекта финансового рычага при условии, что рентабельность активов превышает среднюю процентную ставку за кредит;
- 4) более низкой стоимостью кредитов по сравнению с эмиссией акций за счет обеспечения эффекта «налогового щита», поскольку проценты за краткосрочный кредит выплачивают из прибыли от продаж (до налогообложения), т. е. на их сумму понижают налогооблагаемую прибыль.

Использование заемного капитала имеет следующие недостатки:

- 1) привлечение заемных средств формирует наиболее опасные для предприятия финансовые риски (кредитный, процентный, риск потери ликвидности и др.);

- 2) активы, образованные за счет заемного капитала, формируют более низкую (при прочих равных условиях) норму прибыли на капитал, так как возникают дополнительные риски по обслуживанию долга перед кредиторами;
- 3) высокая зависимость стоимости заемного капитала от конъюнктуры на кредитном рынке (особенно при долгосрочном заимствовании средств);
- 4) сложность процедуры привлечения заемных средств (особенно в крупных размерах на срок свыше одного года), так как предоставление кредита зависит от возможностей банков, требующих залога имущества или солидных гарантий других юридических лиц (вследствие высокого уровня риска таких вложений).

Таким образом, предприятие, привлекающее заемные средства в форме кредита или облигационного займа, имеет более высокий финансовый потенциал для своего экономического роста и возможности повышения рентабельности собственного капитала. Однако такое предприятие в большей мере генерирует финансовый риск и угрозу несостоятельности (банкротства) по мере увеличения доли заемных средств в пассиве баланса.

Обеспечение минимизации затрат на формирование капитала из различных источников достигается в процессе управления его стоимостью и структурой.

Обеспечение рационального использования капитала в процессе хозяйственной деятельности реализуется с помощью максимизации рентабельности собственного капитала (чистых активов) при минимизации финансовых рисков. Важное значение имеет также ускорение оборачиваемости собственного капитала, что способствует росту его доходности.

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

2.5. Концепция стоимости капитала

Важным аспектом для принятия решения об использовании любого ресурса является оценка его стоимости (цены), т. е. того, как дорого обойдется его приобретение пользователю (инвестору, заемщику, страхователю и др.). Такая оценка необходима и для различных элементов капитала. Отдельные компоненты капитала обладают неодинаковой стоимостью, так как их получают на различных рынках (фондовом, кредитном, товарном).

Финансовые ресурсы систематизируют на краткосрочные (до года) и долгосрочные (возврат которых осуществляют через период, больший одного года, или срок возврата не определен). Долгосрочные источники финансовых ресурсов носят название капитала. Поскольку эти источники покрывают большую часть внеоборотных активов, то важное значение при принятии управленческих решений имеет их стоимость (цена). Часть капитала используют для формирования оборотных активов. Эту часть называют чистым (собственным) оборотным капиталом.

Увеличение капитала может происходить за счет внутренних источников (нераспределенная прибыль) или внешних (собственных — дополнительная эмиссия акций; заемных — банковский кредит или облигационные займы).

Стоимость капитала выражает цену (относительную величину затрат по обслуживанию элементов капитала), которую акционерная компания уплачивает за его привлечение из различных источников.

Концепция подобной оценки исходит из того, что капитал как один из факторов производства имеет определенную стоимость, которая существенно влияет на уровень текущих и инвестиционных затрат предприятия. Данная концепция является одной из базовых в финансовом менеджменте.

С. Росс полагал, что «стоимость капитала в первую очередь зависит от метода использования займов, а не от их источника».¹ Следует также учитывать, что стоимость инвестированного капитала зависит и от степени риска, связанного с его размещением. При использовании предприятием собственных и заемных средств общая стоимость капитала будет равна суммарной прибыли, необходимой для выплаты компенсаций владельцам акций и кредиторам. Иными словами, стоимость капитала будет отражать цену акционерного капитала и цену долговых обязательств компании.

Ван Хорн отмечал, что «стоимость капитала — точная или предполагаемая прибыль, необходимая для различных типов финансирования. Общая стоимость капитала есть средняя взвешенная индивидуальных стоимостей».² Далее Ван Хорн вводит некоторые ограничения, необходимость которых объясняется следующими обстоятельствами. Для компании в целом важна концентрация средств. Поэтому общая стоимость капитала как критерий принятия инвестиционных решений применима не во всех случаях:

- активы компании должны быть одинаковыми с точки зрения риска;
- инвестиционные предложения, которые оцениваются и рассматриваются, также должны удовлетворять этому условию.

Если инвестиционные предложения имеют разную степень риска, то необходимая норма прибыли для компании в целом не может служить критерием для принятия управленческого решения.

Р. Н. Холт утверждал, что «стоимость капитала (Cost of Capital) — это средневзвешенная величина (выраженная в процентах), которую компания уплатила за денежные средства, использованные для формирования своего капитала. Эта средневзвешенная величина определяется соотношением заемного и акционерного капиталов в пассивной части баланса».³

По Р. Н. Холту, стоимость капитала вычисляют по формуле:

$$\text{стоимость капитала} = \text{процентная доля долга} \times \text{стоимость долга} + \text{процентная доля акционерного капитала} \times \text{стоимость акционерного капитала.}$$

Приведенные зарубежными авторами определения стоимости капитала достаточно обоснованы и имеют право на существование и практическое применение.

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

² Ван Хорн. Основы управления финансами / Пер. с англ. — М.: Финансы и статистика, 2000. С. 414.

³ Холт Р. Н. Основы финансового менеджмента / Пер. с англ. — М.: Дело, 1993. С. 85–86.

Рассмотрим важнейшие аспекты использования показателя стоимости капитала в деятельности предприятия:

1. Важнейший параметр стоимости капитала — ее уровень. Он имеет различный экономический смысл и практическое значение для отдельных хозяйствующих субъектов:
 - ◆ для инвесторов и кредиторов уровень стоимости капитала показывает необходимую им норму доходности на предоставленный в пользование капитал;
 - ◆ для предприятий, привлекающих капитал на цели производственного и научно-технического развития, уровень его стоимости выражает удельные затраты по привлечению и обслуживанию финансовых ресурсов, т. е. цену, которую они платят за мобилизацию капитала.
2. Стоимость капитала используют как измеритель доходности текущей деятельности. Поскольку стоимость капитала отражает часть прибыли (нераспределенную прибыль), которая должна быть уплачена за привлечение нового капитала, то данный показатель является минимальной нормой ее формирования от всех видов деятельности компании. Следует подчеркнуть, что стоимость капитала зависит не только от источника его формирования, но и от риска используемых активов и получения отдачи от них. Чем выше риск текущей (операционной) деятельности, тем большую доходность требуют владельцы капитала и тем дороже обходится капитал предприятию. На конкурентном рынке инвесторы обладают возможностью сравнивать риск и доходность по различным финансовым операциям. В данном случае стоимость капитала будет определяться текущей доходностью по инвестированию, ожидаемой инфляцией и премией за риск.
3. Стоимость капитала применяют как норму процентной ставки в процессе наращивания или дисконтирования величины денежных потоков по всем видам деятельности предприятия. Рыночная оценка капитала компании не изменится, если она сможет обеспечить инвесторам приемлемую доходность. При принятии финансовых решений целесообразно оценить стоимость капитала каждого элемента и сочетание различных элементов в общей стоимости капитала предприятия. Данная общая стоимость капитала фирмы как ставка дисконтирования при приведении будущих денежных потоков к настоящему моменту времени позволяет определить текущую оценку капитала. Оценка и сравнение цены различных элементов капитала позволяют выбрать наиболее дешевый вариант долгосрочного финансирования.
4. Показатель стоимости капитала используют как критериальный в процессе осуществления реального инвестирования. Уровень цены капитала принимают в размере ставки дисконтирования, по которой сумма капиталовложений и будущих денежных поступлений по инвестиционному проекту приводится к настоящей стоимости. Если приведенная стоимость будущих денежных поступлений будет выше суммы дисконтированных капиталовложений, то предприятие получит прибыль от проекта, а при обратном соотношении — убыток. Кроме того, параметр стоимости капитала служит базой для сравнения с внутренней нормой доходности (*ВНД*) по данному проекту. Если *ВНД*

ниже, чем показатель стоимости капитала, то подобный инвестиционный проект не принимают к реализации.

5. Стоимость капитала предприятия выступает критерием для измерения эффективности финансовых инвестиций. При оценке доходности отдельных финансовых инструментов (акций) базой сравнения выступает стоимость капитала. Индикатор стоимости капитала позволяет оценить не только реальную рыночную стоимость и доходность отдельных видов эмиссионных ценных бумаг, но и определить наиболее эффективные направления финансового инвестирования. Кроме того, данный показатель является мерой оценки прибыльности образованного фондового портфеля в целом, а также стоимости одной акции. Например, для оценки сегодняшней действительной стоимости акций (CA) широко используют формулу М. Гордона:

$$CA = \frac{D_0 \times (1 + K)}{P - K}, \quad (2.5)$$

где CA — действительная стоимость обыкновенной акции; D_0 — сумма дивиденда, полученного по акции в предыдущем году; P — требуемый владельцем (инвестором) уровень прибыльности акции, доли единицы; K — предлагаемый ежегодный рост дивиденда по акции, доли единицы.

Пример. Допустим, акционерное общество (АО) выплатило за базовый год 12 руб. дивиденда на одну обыкновенную акцию. На основе статистики за предыдущие годы акционер ожидает рост дивидендов в будущем по норме 10% в год. Требуемый уровень прибыльности (P) принят им в 16%. Тогда действительная стоимость акции составит:

$$CA = \frac{12 \times (1 + 0,1)}{0,16 - 0,1} = \frac{13,2}{0,06} = 220 \text{ руб.}$$

Акционер может сопоставить эту действительную стоимость акции с ее рыночной ценой, по которой он может купить (допустим, по цене 230 руб.) или продать ее (по цене 210 руб.), т. е. сделать правильный выбор.

Стоимость акций компании можно определить на базе модели оценки доходности финансовых активов — *САРМ* (формула 1.4).

Пример. Применительно к условиям фондового рынка России средняя доходность акций предприятий машиностроительной промышленности равна 15%; безрисковую норму доходности примем по государственным долговым обязательствам (облигациям) — 10%; вложения в акции данного предприятия оцениваются как рискованные (бета-коэффициент по ним равен 1,2). Тогда для данного вида акций компании ожидаемая доходность (P), при которой вложения привлекательны для инвесторов, составляет:

$$P = 10 + (15 - 10) \times 1,2 = 16\%.$$

Исходя из этой ставки определим ориентировочную цену акции, по которой имеет смысл ее приобрести.

Допустим, дивиденд в предстоящем году ожидают на уровне 8 руб. на одну обыкновенную акцию и в будущем он будет стабильным по величине. Тогда стоимость акции (CA) равна:

$$CA = \frac{\sum D_o}{P} = \frac{8,0}{0,16} = 50 \text{ руб.}$$

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

$$K_{\text{зад}} = \frac{ЗК}{СК}; \quad K_{\text{фин}} = \frac{СК}{ЗК}. \quad (2.6)$$

При коэффициенте задолженности более 1,0 и коэффициенте финансирования менее 1,0 (100%) компания утрачивает финансовую независимость и несет значительные расходы по обслуживанию долга перед кредиторами в форме процентных платежей.

На практике не только отдельные виды капитала имеют неодинаковую стоимость, но и цена отдельного элемента (акций или корпоративных облигаций) колеблется в данном релевантном периоде. Это связано с изменением требуемой владельцу капитала доходности. Например, если в момент размещения стоимость облигационного займа соответствовала номиналу, то необходимая кредиторам доходность была идентична купонной годовой доходности. Через определенное время доходность изменяется, что непосредственно отражается на рыночной цене облигации. Однако купонная ставка остается стабильной. Если необходимая доходность превышает купонную ставку, то облигация будет реализована на рынке с дисконтом, т. е. ниже номинала. Для акционерной компании подобная процедура выгодна, так как плата за обслуживание облигационного займа меньше, чем требуемая доходность на фондовом рынке.

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

Стоимость капитала предприятия выступает критерием эффективности лизинговых операций, т. е. выбором между единовременной оплатой приобретаемого оборудования или взятия его в долгосрочную аренду с правом последующего выкупа (финансовый лизинг). Если стоимость обслуживания лизинга превышает цену капитала предприятия, то применение финансового лизинга становится невыгодным. Лучше в этом случае произвести единовременную оплату приобретаемого оборудования.

Стоимость капитала является измерителем уровня рыночной цены фирмы. Снижение цены капитала приводит к росту ее рыночной стоимости, и наоборот. Особенно наглядно эта зависимость отражается на деятельности акционерного общества, цена акций которого поднимается или снижается на фондовом рынке, что влияет на стоимость капитала общества.

Показатель стоимости капитала является инструментом обоснования эффективности управленческих решений по вопросу слияния и поглощения компаний. Данную эффективность обеспечивают при условии, что уровень стоимости капитала поглощающей компании будет ниже цены капитала поглощаемой фирмы.

Такого снижения стоимости капитала вновь создаваемого предприятия достигают за счет оптимизации его структуры, использования эффектов синергизма и налоговой экономии. Эффект синергизма (synergy) — дополнительные экономические выгоды, которые образуются при успешном объединении компаний (их слиянии и поглощении). Эти экономические выгоды возникают вследствие более рационального использования их общего финансового потенциала, взаимодополнения технологий и выпускаемых товаров, возможностей снижения текущих издержек и других аналогичных факторов.

Следовательно, управление стоимостью капитала является необходимым условием повышения рыночной цены предприятия и роста благосостояния его собственников (владельцев) и персонала.

2.6. Принципы и виды оценки стоимости капитала

При управлении стоимостью капитала рекомендуют соблюдать следующие основные принципы (правила).

Первым из них является принцип предварительной поэлементной оценки стоимости капитала. Исходя из продолжительности функционирования в данной конкретной форме активы и пассивы компании классифицируют на краткосрочные и долгосрочные. Мобилизация того или иного элемента пассивов (источников средств) для финансирования активов связана с определенными расходами:

- акционерам необходимо выплачивать дивиденды;
- владельцам корпоративных облигаций — проценты;
- банкам — проценты за предоставленные ими кредиты и др.

Структура данных источников существенно различается по видам предприятий и сферам предпринимательской деятельности. Неодинакова также цена каждого источника средств, поэтому стоимость капитала обычно определяют по формуле средней арифметической взвешенной. Для некоторых источников средств цену капитала можно установить достаточно точно (цена акционерного капитала, банковского кредита). По другим источникам выполнить такие расчеты сложнее (например, по нераспределенной прибыли).

Общая величина денежных средств, которую следует уплатить за привлечение определенного их объема, выраженная в процентах к этому, объему называется «цена капитала». В идеальном случае предполагается, что оборотные активы финансируют за счет краткосрочных обязательств, а внеоборотные активы — за счет долгосрочных обязательств и собственного капитала. Поэтому оптимизируется общая величина расходов по привлечению средств из различных источников. Зная даже ориентировочную величину цены капитала, можно осуществлять сравнительный анализ эффективности вложенных средств в активы предприятия, включая оценку инвестиционных проектов.

Вторым является принцип интегральной (обобщающей) оценки стоимости капитала. Таким обобщающим измерителем служит средневзвешенная стоимость капитала — *ССК* (Weighted Average of Capital, *WACC*). *ССК* представляет собой минимальную норму прибыли, которую ожидают инвесторы от своих вложений. Выбранные для реализации проекты должны обеспечить хотя бы не меньшую

рентабельность, чем *ССК*. Определяют *ССК* как средневзвешенную величину из индивидуальных стоимостей (цен), в которые обходится предприятию привлечение различных видов источников средств:

- акционерного капитала;
- облигационных займов;
- банковских кредитов;
- кредиторской задолженности;
- нераспределенной прибыли.

В отличие от внешних источников долевого и долгового финансирования нераспределенная прибыль служит внутренним источником. На первый взгляд кажется, что это бесплатный источник, не связанный с финансовым рынком. Нераспределенная прибыль (после налогообложения) принадлежит акционерам. Именно они решают, вложить ли денежные средства в производство или направить их на выплату дивидендов. Поэтому нераспределенную прибыль следует рассматривать как капитал, вкладывая в который акционеры желали бы получить дополнительный доход (прибыль). Поэтому стоимость нераспределенной прибыли совпадает со стоимостью капитала, полученного от размещения обыкновенных акций. Компания вынуждена нести дополнительные расходы, связанные с размещением нового выпуска акций. При мобилизации внутренних источников финансирования (нераспределенной прибыли) эти затраты отсутствуют.

Стандартная формула для вычисления *ССК* (*WACC*):

$$ССК = \sum_{i=1}^n C_i \times Y_i, \quad (2.7)$$

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

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

Концепция *ССК* многогранна и связана с многочисленными вычислениями. В повседневной практике возможен экспресс-метод, в котором за *ССК* принимают среднюю ставку банковского процента (по валютным или рублевым кредитам и депозитам). Подобный подход вполне логичен, так как при выборе варианта инвестирования ожидаемая доходность инвестиций (D_u) должна быть выше средней процентной ставки за кредит ($D_u > СП$). *ССК* используют для принятия управленческих решений (инвестиционных и финансовых):

- 1) при дисконтировании денежных потоков по реальному проекту в процессе приведения их будущей стоимости к настоящей и определения чистого приведенного эффекта — *ЧПЭ* (Net Present Value, *NPV*). Если *ЧПЭ* больше нуля, то проект допускают к дальнейшему рассмотрению;
- 2) при сопоставлении *ССК* с внутренней нормой доходности — *ВНД* (Internal Rate of Return, *IRR*) проекта. Если *ВНД* > *ССК*, то проект может быть одобрен как обеспечивающий интересы инвесторов и кредиторов. При *ВНД* = *ССК* инвестор безразличен к данному проекту. При условии *ВНД* < *ССК* проект отвергают как убыточный для его инициатора;

- 3) при решении вопроса о слиянии и поглощении компаний;
- 4) при текущей оценке капитала предприятия (как ставка дисконтирования денежных потоков, получаемых всеми владельцами капитала);
- 5) при принятии финансовых решений (например, об обмене прежних облигаций на облигации нового выпуска, обосновании величины чистого оборотного капитала и др.).

Пример. Исходные данные для расчета *ССК* представлены в табл. 2.2.

Таблица 2.2
Расчет *ССК* по *ОАО*

Источники средств	Средняя стоимость источника для <i>ОАО</i> , %	Доля источника в пассиве баланса, доли единицы
1. Обыкновенные акции	20	0,5
2. Привилегированные акции	15	0,1
3. Корпоративные облигации	18	0,05
4. Долгосрочные кредиты банков	16	0,15
5. Кредиторская задолженность по товарным операциям	5	0,2
Итого	–	1,0

$$ССК = 20 \times 0,5 + 15 \times 0,1 + 18 \times 0,05 + 16 \times 0,15 + 5 \times 0,2 = 15,8\%.$$

Учетная ставка Центрального банка России установлена в 13%. Если кредиты выдают по учетной ставке, то привлечение капитала по *ССК* = 15,8% для *ОАО* невыгодно.

Третьим является принцип сопоставимости собственного и заемного капитала. В процессе оценки стоимости капитала целесообразно учитывать, что составляющие его элементы отражают в балансе неодинаково. Предоставляемый предприятию заемный капитал оценивают в ценах, приближенных к рыночным. Собственный капитал показывают в балансе, как правило, по ценам ниже рыночных. В связи с заниженной оценкой величины используемого собственного капитала его стоимость в процессе финансовых расчетов искусственно завышается.

Для обеспечения сопоставимости расчетов *ССК* величина его собственной части должна быть выражена в текущей рыночной оценке. Для этого вначале определяют стоимость чистых активов акционерного общества, выражающих ту часть его имущества, которая образована за счет собственного капитала:

$$\text{чистые активы} = \text{активы, принимаемые в расчет} - \text{обязательства по пассиву баланса (без статьи «Доходы будущих периодов»)} \quad (2.8)$$

После этого устанавливают состав чистых активов. На практике исходят из правила, что за счет собственного капитала покрывают внеоборотные активы и часть оборотных активов в форме запасов:

$$\text{запасы} = \text{чистые активы} - \text{внеоборотные активы} \quad (2.9)$$

Затем осуществляют переоценку (индексацию) балансовой стоимости внеоборотных активов и запасов с учетом текущих рыночных цен. Согласно Положению

по бухгалтерскому учету «Учет основных средств» (ПБУ 6/01) от 30.03.2001 г., предприятия вправе не чаще одного раза в год (на начало отчетного года) переоценивать группы однородных объектов основных средств по текущей (восстановительной) стоимости путем индексации или прямого пересчета по документально подтвержденным рыночным ценам. При принятии решения о переоценке основных средств необходимо учитывать, что в последующем их переоценивают регулярно, чтобы стоимость, по которой их отражают в бухгалтерском учете и отчетности, существенно не отличалась от текущей (восстановительной) стоимости. Сумма данных активов после их переоценки характеризует текущую рыночную стоимость собственного капитала (чистых активов), используемого в сопоставимых расчетах *ССК*.

Четвертым считают принцип динамической оценки стоимости капитала. Факторы, влияющие на показатель *ССК*, изменчивы и противоречивы. К важнейшим из них можно отнести:

- стадию жизненного цикла предприятия;
- структуру элементов капитала по источникам его образования;
- длительность использования привлекаемого капитала в обороте предприятия;
- среднюю ставку банковского процента и ее динамику, определяемую колебанием спроса и предложения на кредитные ресурсы на рынке ссудного капитала;
- уровень ставки налогообложения, устанавливаемой для отдельных видов деятельности и хозяйственных операций;
- доступность различных источников финансирования, определяющих финансовую гибкость компании;
- дивидендную политику акционерного общества, влияющую на структуру собственного капитала (через объем нераспределенной прибыли);
- степень риска текущей и инвестиционной деятельности предприятия и др.

В связи с влиянием перечисленных факторов должны вноситься постоянные коррективы и в *ССК*. Для оценки стоимости сформированного капитала используют фактические (отчетные) показатели, связанные с оценкой отдельных его элементов. Оценка прогнозной стоимости капитала носит вероятностный характер, который обусловлен прогнозом конъюнктуры на финансовом рынке, динамикой финансовых результатов, собственной платежеспособностью, уровнем риска и т. д.

Пятый принцип заключается во взаимосвязи оценки текущей и будущей стоимости *ССК*. Таковую взаимосвязь обеспечивают с помощью показателя предельной стоимости капитала — *ПСК* (Marginal cost of capital, *МСС*). Он характеризует прирост *ССК* к сумме каждой новой его единицы, дополнительно привлекаемой предприятием. Предельная цена капитала выражает те расходы, которые компания вынуждена будет понести для воспроизводства требуемой структуры капитала при сложившихся условиях финансового рынка. Например, корпорация предполагает реализовать новый инвестиционный проект по освоению нефтяного месторождения. В этих целях необходимо привлечь дополнительные источники финансирования. Их можно получить только на финансовом рынке. В данном

случае прогнозная стоимость капитала, которая и будет считаться предельной, может значительно отличаться от текущей рыночной оценки. Расчет предельной стоимости капитала (*ПСК*) осуществляют по формуле:

$$ПСК = \frac{\Delta ССК}{\Delta К}, \quad (2.10)$$

где $\Delta ССК$ — прирост средневзвешенной стоимости капитала в прогнозном периоде, %; $\Delta К$ — прирост всего капитала в прогнозном периоде.

Привлечение дополнительного капитала за счет собственных и заемных средств на каждом этапе развития предприятия имеет свои пределы. Так, рост собственного капитала за счет прибыли ограничен ее объемом. Увеличение выпуска эмиссионных ценных бумаг сверх емкости фондового рынка возможно только при высоком уровне дивидендных и процентных выплат акционерам и кредиторам. Привлечение дополнительного банковского кредита сопровождается повышением кредитного и процентного рисков для заимодавцев. Кроме того, кредитные ресурсы банков не безграничны. Подобная ситуация на финансовом рынке должна учитываться руководителями предприятий при принятии инвестиционных решений.

Графическая интерпретация формирования предельной стоимости капитала представлена на рис. 2.4.

Данный график показывает неравномерный характер изменения предельной стоимости капитала по отдельному его элементу по мере увеличения объема дополнительно привлекаемых финансовых ресурсов. Точку, в которой происходит каждый новый рост уровня стоимости дополнительно привлекаемого капитала, называют «точкой разрыва» (*Break Point, BP*). На рис. 2.4 они представлены на оси абсцисс.

Увеличение уровня стоимости привлечения каждой дополнительной единицы отдельного элемента капитала (облигационного займа, банковского кредита и др.)

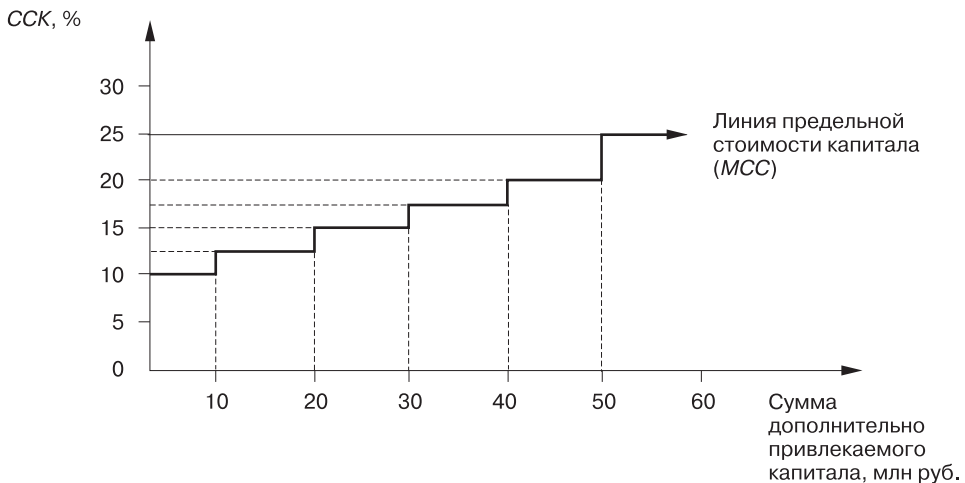


Рис. 2.4. График динамики предельной стоимости капитала (МСС)

приводит одновременно к росту средней стоимости дополнительно привлекаемого капитала. Таким образом, «точка разрыва» выражает не только новый рост уровня стоимости отдельного элемента капитала, но и границу перехода к новой средней стоимости дополнительно мобилизуемого капитала. С помощью «точки разрыва» можно установить, какая сумма дополнительного капитала может быть привлечена компанией, прежде чем увеличится предельная средняя стоимость капитала. Формула для такого расчета имеет следующий вид:¹

$$\begin{aligned} \text{точка разрыва (перелома)} = & \text{общий объем капитала данного} \\ & \text{типа более низкой цены} / (\text{доля капитала данного типа} \\ & \text{в структуре капитала} + \text{амортизационный денежный поток} + \\ & + \text{денежный поток отложенных налоговых платежей}). \end{aligned} \quad (2.11)$$

Следует отметить, что на предприятиях, которые увеличивают свой экономический потенциал высокими темпами, привлечение дополнительного капитала можно осуществлять по многим его элементам и в достаточно крупных размерах. В таких условиях появляется несколько «точек разрыва» (перелома). Поэтому динамика предельной средней стоимости капитала будет графически представлена не скачкообразной, а сглаженной непрерывной линией (рис. 2.5).

Из рис. 2.5 следует, что точка *A* показывает ту границу привлечения дополнительного капитала, преодоление которой приводит к увеличению предельной средневзвешенной стоимости капитала.

Предельную стоимость капитала используют для принятия финансовых решений, связанных с мобилизацией капитала из внешних источников (облигационные займы, долгосрочный банковский кредит, эмиссия акций). Предельная стоимость капитала может быть как выше, так и ниже средней или равна ей. В ряде случаев (когда привлечение капитала обходится дешевле) инвестиционные возможности предприятия расширяются. Даже те инвестиционные проекты, рентабельность которых была низкой (меньше средней стоимости капитала), по мере роста стоимости капитала становятся приемлемыми для инвестора (их доход-

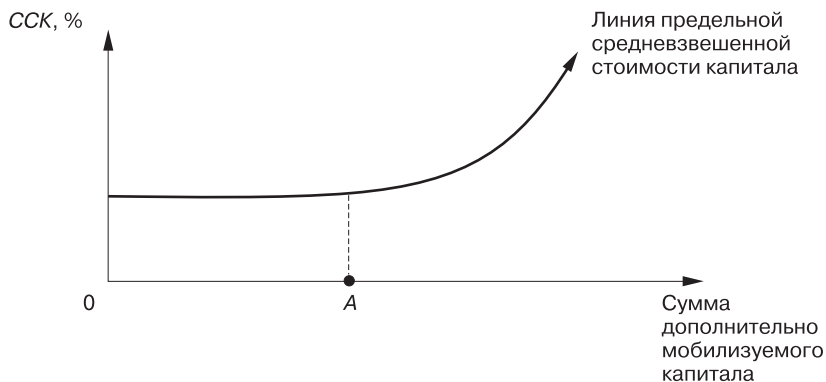


Рис. 2.5. График образования предельной средневзвешенной стоимости капитала компании при наличии нескольких «точек разрыва»

¹ Бригхэм Ю., Гатенски Л. Финансовый менеджмент: В 2 т. / Пер. с англ. под ред. В. В. Ковалева. — СПб.: Экономическая школа, 1997. Т. 1. С. 335.

ность выше предельной стоимости капитала). Если увеличению капитала сопутствует рост предельной стоимости капитала, то многие проекты становятся неприемлемыми для их инициатора.

Поэтому при оценке проектов в качестве ставки дисконтирования следует использовать предельную стоимость капитала.

Предельную стоимость капитала рекомендуют также сравнивать с ожидаемой нормой прибыли по текущим коммерческим операциям, для осуществления которых требуется привлечение дополнительного капитала из внешних источников. Правило здесь следующее: ожидаемая норма прибыли должна быть выше предельной стоимости капитала.

Шестой принцип связан с определением границы эффективности использования дополнительно привлекаемого капитала. Таким критериальным параметром является предельная эффективность капитала (*ПЭК*):

$$ПЭК = \frac{\Delta P_k}{\Delta ССК}, \quad (2.12)$$

где ΔP_k – прирост уровня рентабельности капитала, %; $\Delta ССК$ – прирост средневзвешенной стоимости капитала, %.

Рассмотренные принципы оценки помогают выбрать систему ключевых показателей, характеризующих стоимость (цену) капитала и критерии эффективности его использования как в текущем, так и в будущем периоде.

2.7. Методологический подход к оценке стоимости (цены) предприятия

Стоимость привлечения капитала на действующем предприятии определяют в относительных величинах. В отличие от цены капитала стоимость компании устанавливают в абсолютной денежной сумме.

Оценка стоимости любой фирмы (объекта) выражает целенаправленный процесс определения в денежном выражении рыночной стоимости с учетом потенциального и реального дохода, приносимого ею в каждый момент времени.

Под рыночной стоимостью объекта оценки понимают наиболее вероятную цену, по которой он может быть реализован на открытом рынке в условиях конкуренции, когда стороны действуют разумно и располагают всей необходимой информацией о предмете сделки.

Процесс оценки предполагает наличие оцениваемого объекта и оценивающего субъекта. К объектам оценки относят:¹

- отдельные материальные объекты (вещи);
- совокупность вещей, составляющих имущество лица, включая имущество определенного вида (движимое и недвижимое, в том числе предприятия);
- право собственности и иные вещные права на имущество или отдельные вещи из состава имущества;
- права требования, обязательства (долги);

¹ См.: Федеральный закон «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» от 29.07.1998 г. № 135-ФЗ.

- работы, услуги, информацию;
- другие объекты гражданских прав, в отношении которых законодательством РФ установлена возможность их участия в гражданском обороте.

Субъектами оценки выступают профессиональные оценщики (юридические и физические лица), обладающие практическими навыками и знаниями в данной сфере, а также потребители их услуг (заказчики). Особенностью процесса оценки стоимости имущества предприятия (фирмы) является его многосторонний характер. Она не ограничивается только учетом одних затрат на создание или приобретение объекта.

В процессе оценки обязательно учитывают совокупность рыночных факторов: факторы времени и риска, рыночная конъюнктура (спрос и предложение на объекты оценки), уровень конкуренции, особенности оцениваемого объекта (возраст, месторасположение и др.).

При проведении оценки могут ставиться самые различные цели:

- повышение эффективности текущего управления фирмой (менеджмента);
- определение стоимости ценных бумаг в случае купли-продажи финансовых инструментов на фондовом рынке;
- определение стоимости фирмы в случае ее купли-продажи целиком или частями (отдельных филиалов);
- реструктуризация фирмы — ликвидация, поглощение, слияние, выделение самостоятельных производственных единиц, преобразование закрытого акционерного общества в открытое (ОАО) и пр.;
- разработка плана (прогноза) развития компании (будущие доходы и расходы, прибыль, степень ее финансовой устойчивости, имидж и др.); для его обоснования необходимо располагать исходной информацией о стоимости активов (имущества) и собственного капитала;
- определение кредитоспособности предприятия и стоимости залога при кредитовании;
- в процессе страхования имущества фирмы возникает необходимость определения стоимости активов при вероятности возникновения потерь;
- в процессе реализации инвестиционного проекта необходимо установить будущую стоимость активов и собственного капитала вновь создаваемого предприятия;
- при управлении активами компании часто возникает необходимость определить их реальную стоимость, чтобы рассмотреть возможность продажи части из них и инвестировать полученные средства в другие, более доходные виды деятельности; данная хозяйственная операция может существенно повысить эффективность деятельности предприятия в целом;
- повышение стоимости акционерной компании является приоритетной стратегической целью любого собственника и, следовательно, важным результатом работы финансового директора, параметром его профессионализма. Если он одновременно является акционером (совладельцем), то прирост стоимости компании непосредственно отражается на его доходах и т. д.

Следует отметить, что проведение оценки отдельных объектов (имущества) в случае вовлечения в сделку тех из них, которые полностью или частично при-

надлежат Российской Федерации, субъектам РФ либо муниципальным образованиям, осуществляют при:

- определении стоимости объектов оценки, принадлежащих РФ, субъектам РФ или муниципальным образованиям, в целях их приватизации, передачи в доверительное управление либо в аренду;
- использовании указанных объектов оценки в качестве предмета залога;
- продаже или ином отчуждении объектов оценки, принадлежащих государству;
- переуступке долговых обязательств, связанных с объектами оценки, принадлежащих государству;
- передаче государственных объектов в уставные капиталы (или фонды) юридических лиц;
- национализации объектов частной собственности;
- ипотечном кредитовании физических и юридических лиц в случаях возникновения споров о величине стоимости предмета ипотеки;
- проведении оценки объектов в целях контроля за правильностью уплаты налогов в случае возникновения спора о вычислении налогооблагаемой базы;
- выкупе или ином предусмотренном законодательством РФ изъятии имущества у собственников для государственных или муниципальных нужд.

Основанием для проведения объектов оценки служит договор между оценщиком и заказчиком. Этим договором может быть предусмотрено осуществление данным оценщиком оценки одного или ряда объектов либо долговременное обслуживание заказчика по его заявлению.

Договор между оценщиком и заказчиком заключают в письменной форме без нотариального удостоверения. Договор должен включать:

- основания для его заключения;
- вид объекта оценки и его описание;
- способ определения стоимости объекта;
- денежное вознаграждение за проведение оценочной деятельности;
- сведения о страховании гражданской ответственности оценщика;
- ссылку на наличие у оценщика лицензии на проведение оценочной деятельности с указанием порядкового номера и даты выдачи этой лицензии и др.

Процесс оценки стоимости имущества предприятия включает следующие примерные этапы:

- определение цели и задач;
- составление плана оценки;
- сбор, проверка и анализ информации;
- выбор обоснованных подходов и методов оценки;
- расчет стоимости оцениваемого объекта на основе выбранного подхода;
- согласование результатов оценки с заказчиком и подготовка итогового заключения;
- составление окончательного отчета о результатах оценки;
- представление и защита отчета перед заказчиком (государственным органом, предприятием, банком, страховщиком и пр.).

При осуществлении оценочной деятельности рекомендуют соблюдать ряд принципов (табл. 2.3).

Таблица 2.3
Систематизация принципов оценки¹

Наименование группы принципов	Принципы оценки
1. Основанные на представлениях пользователя (собственника)	Полезность Замещение Ожидание
2. Связанные с эксплуатацией собственности	Вклад Остаточная продуктивность Динамика доходов (рост или снижение) Сбалансированность (пропорциональность) Экономическая величина Экономическое разделение
3. Обусловленные действием рыночной среды	Зависимость Соответствие Спрос и предложение Конкуренция Изменение

Они выражают взаимообусловленную систему основных правил оценки, которая связана с учетом остаточной продуктивности (например, земельного участка), изменением потока доходов от объекта оценки, соотношением спроса и предложения на рынках недвижимости и капитала, представлений о полезности, замещением и прогнозных доходов.

Оценку стоимости предприятия осуществляют на базе трех подходов: доходного, затратного и рыночного (сравнительного).

Так, при оценке бизнеса с позиции доходного подхода определяющим фактором является доход, влияющий на величину стоимости объекта. Чем больше доход, приносимый объектом оценки, тем выше величина его рыночной стоимости (конечно, при прочих равных условиях). При этом важное значение имеют продолжительность получения дохода и уровень риска, сопровождающий данный процесс.

Доходный подход — это определение текущей стоимости будущих доходов, которые возникнут в результате использования имущества (активов) и возможностей дальнейшей его продажи.

В теоретическом аспекте источником дохода может быть: прибыль, арендная плата, выручка от продажи объекта, дивиденды и др. Главное, чтобы доход генерировал конкретный объект оценки. С позиции данного подхода возможна и целесообразна оценка тех активов, которые используют для извлечения дохода (недвижимость, нематериальные активы, акции и др.). При доходном подходе используют оценочные принципы ожидания и замещения.

¹ Более подробно см.: Бочаров В. В., Леонтьев В. Е. Корпоративные финансы. — СПб.: Питер, 2004. С. 212–219.

Сущность принципа ожидания состоит в том, что полезность объекта собственности связана со стоимостью прогнозируемых будущих выгод. Стоимость приносящих доход объектов определяют тем, какую чистую выручку от использования актива, а также от его перепродажи ожидает потенциальный покупатель. Особый интерес для инвестора представляют объем, качество и продолжительность ожидаемого будущего потока доходов. Доходный подход является наиболее предпочтительным с точки зрения достижения главной цели предпринимательской деятельности (получение прибыли).

На практике используют также затратный и рыночный подходы, которые часто бывают более точными и эффективными. Во многих случаях каждый из подходов может быть использован для проверки оценки стоимости имущества, полученной с помощью других подходов.

Затратный подход наиболее применим для оценки объектов специального назначения, нового строительства, для определения наилучшего варианта использования земельных участков, а также в целях страхования.

Собираемая информация включает данные о ценах на землю под застройку, строительные спецификации, данные об уровне оплаты труда в строительстве, стоимости машин и оборудования, о норме прибыли и накладных расходах строителей на рациональном уровне и др. Необходимая информация зависит от специфики оцениваемого объекта. Данный подход сложно применять при оценке уникальных объектов, обладающих исторической ценностью, и объектов с большим процентом физического износа. Затратный подход основан на принципах замещения, наиболее эффективного использования, сбалансированности и экономического разделения.

Рыночный (сравнительный) подход особенно предпочтителен в случае существования рынка сопоставимых объектов. Точность оценки зависит от качества собранных данных о недавних продажах аналогичных объектов. Эти данные включают:

- передаваемые имущественные права;
- физические характеристики;
- время и условия продажи;
- месторасположение;
- условия финансирования сделки;
- характер использования и др.

Эффективность такого подхода снижается при незначительном количестве сделок, а моменты их совершения и оценки разделяет продолжительный период, а также если рынок находится в неустойчивом состоянии. Быстрые изменения на рынке недвижимости приводят к искажению рыночной стоимости объектов. Рыночный подход основан на применении принципа замещения. Его сущность состоит в том, что рациональный покупатель не заплатит за собственность больше минимальной цены, взимаемой за другую собственность аналогичной полезности. Поэтому нецелесообразно платить за существующий объект больше, если другой объект с такой же полезностью может быть создан без необоснованной задержки при меньших затратах. Если инвестор рассматривает поток дохода, то максималь-

ная цена за него будет установлена в сравнении с ценами за потоки доходов от других объектов, имеющих аналогичные риск и качество.¹

Для сравнения выбирают объекты-аналоги. Между оцениваемым объектом и аналогом существуют различия. Поэтому необходимо проводить соответствующую корректировку основных параметров объекта оценки. В основу внесения поправок положен принцип вклада. Вклад (предельная продуктивность) — это сумма прироста стоимости объекта в результате добавления к нему какого-либо нового фактора, а не фактических затрат на этот фактор. Некоторые факторы увеличивают стоимость недвижимости на большую величину, чем связанные с ней затраты. Например, новая покраска здания снаружи может улучшить его внешний вид и сделать его более привлекательным.

Все три подхода тесно взаимосвязаны. Каждый из них предполагает использование различных видов информации, получаемой на рынке движимого и недвижимого имущества. Например, доходный подход требует использования коэффициента капитализации, который рассчитывают по данным рынка.

Ставка (коэффициент) капитализации представляет собой процентную ставку, используемую для пересчета дохода в рыночную стоимость объекта. При выборе подхода перед оценщиком открываются различные перспективы в получении конечного результата оценки. Хотя эти подходы базируются на данных регионального рынка, каждый из них имеет дело с различными его аспектами. На идеальном рынке все три подхода должны привести к одной и той же величине стоимости.

Однако большинство рынков являются несовершенными, так как предложение и спрос на имущество не находятся в равновесии. Например, потенциальные пользователи могут быть неправильно информированы, а производители продукции — неэффективны. По этим и другим причинам данные подходы могут давать различные показатели стоимости.

Каждый из трех рассмотренных подходов предполагает использование при оценке имущества присущих ему методов (табл. 2.4).

Таблица 2.4
Методы оценки стоимости отдельных объектов (компаний, фирм)

Подходы	Методы оценки
1. Доходный	1. Капитализации прибыли (дохода) 2. Дисконтирования денежных потоков 3. Избыточного дохода (прибыли)
2. Затратный	1. Чистых активов 2. Ликвидационной стоимости
3. Рыночный (сравнительный)	1. Рынка капитала 2. Сделок 3. Отраслевых коэффициентов 4. Накопления активов (рыночная стоимость собственного капитала)

¹ Сходным с принципом замещения является понятие альтернативных издержек (opportunity cost). Они выражают потери инвестора в случае отказа от альтернативных вариантов инвестирования, которые являются более выгодными.

Согласно методу капитализации, стоимость объекта оценки (C_o) определяют по формуле:

$$C_o = \frac{\text{прибыль(доход)}}{\text{коэффициент капитализации}}. \quad (2.13)$$

Капитализация — процесс пересчета прибыли (дохода), полученной от объекта оценки (компании) с целью определения его стоимости. За базу для расчета принимают ретроспективные данные по прибыли (доходу) компании. Однако денежный поток в перспективе может существенно отличаться от ретроспективного. Поэтому в отношении будущих доходов делают одно из двух предложений:

- 1) денежный поток (доход, прибыль) стабилен;
- 2) денежный поток (доход, прибыль) линейно изменяется (растет).

Эти предположения позволяют рассматривать денежный поток от оцениваемого объекта (бизнеса) как бесконечный аннуитет. Величину коэффициента капитализации можно установить:¹

- кумулятивным методом на основе безрисковой ставки дохода с последующей корректировкой ее на величину риска, характерную для инвестирования в данный объект оценки (сферу бизнеса);
- исходя из анализа рыночных данных, т. е. путем деления чистого дохода, приносимого сопоставимыми объектами, на цену их фактических продаж;
- на базе требуемой ставки доходности, скорректированной на индекс роста потока доходов (например, $20/1,15 = 17,3\%$).

Важная особенность вычисления коэффициента капитализации при оценке объектов недвижимости состоит в учете их остаточной стоимости в момент их перепродажи. Если вероятность снижения стоимости внеоборотного актива велика, то при расчете коэффициента капитализации целесообразно учесть норму возмещения основной суммы инвестированного капитала. Выбор соответствующей ставки дисконтирования и коэффициента капитализации целесообразно тщательно обосновать с учетом системного и несистемного рисков на рынке капитала.

Метод дисконтирования денежных потоков основан на прогнозировании этих потоков от данного предприятия (объекта оценки). Будущие денежные потоки пересчитывают по дисконтной ставке в настоящую стоимость. Дисконтная ставка должна соответствовать норме доходности, которая требуется инвестору с учетом уровня риска вложения в активы.

В практике западных стран в качестве потока доходов используют чистый операционный доход — действительный валовой доход от объекта оценки (сферы

¹ Для целей оценки объектов недвижимости часто используют ставку дохода финансового менеджмента (Financial Management Rate of Return, *FMRR*). Данный показатель основан на сопоставлении суммы инвестиций (часть из которых вложена в нулевой период, другая часть — в последующий период, и поэтому эта часть капиталовложений подлежит дисконтированию по безрисковой ставке доходности) с будущей стоимостью денежных поступлений, накопленной за период t при условии, что денежные притоки реинвестируют по круговой посленалоговой ставке. Точность вычисления *FMRR* зависит от обоснованности безрисковой ставки доходности и круговой посленалоговой ставки.

бизнеса) за вычетом текущих операционных расходов и резерва на замещение, т. е. поток доходов до вычета процентов по обслуживанию долга и налогов.¹ Поскольку деньги сегодня стоят дороже, чем завтра, необходимо применить к будущему потоку доходов технику дисконтирования:

$$PV = CF_1 \times \frac{1}{(1+r)} + CF_2 \times \frac{1}{(1+r)^2} + \dots + CF_n \times \frac{1}{(1+r)^n} + S \times \frac{1}{(1+r)^n}, \quad (2.14)$$

где PV (Present Value, PV) — настоящая стоимость потока доходов; CF — денежные потоки соответствующего периода; S — возможная цена реализации объекта собственности; r — требуемая (приемлемая) ставка доходности, доли единицы; n — расчетный период, лет.

Особенностью оценки объектов недвижимости в отличие от других активов являются длительные сроки вложения капитала. При продолжительном сроке жизни актива поток доходов более или менее стабилен. Важное значение имеет определение возможной цены реализации объекта недвижимости. Эта цена не является постоянной и зависит от конъюнктуры, которая может сложиться на рынке недвижимости во взаимосвязи с рынком капитала.

Пример. Ожидаемый поток доходов от объекта недвижимости в течение десяти лет составляет 1,5 млн руб. в год; предполагаемая цена продажи 1,2 млн руб.; приемлемая ставка доходности 15%. Для определения текущей стоимости будущих денежных доходов используем фактор текущей стоимости аннуитета — 15% за десять лет:

$$PV = 1,5 \times 5,0188 = 7,53 \text{ млн руб.}$$

Текущую стоимость предполагаемой цены продажи рекомендуют дисконтировать по более высокой ставке доходности (допустим, 18%), поскольку риск возможной сделки здесь выше:

$$PV = 1,2 \times \frac{1}{(1+0,18)^{10}} = 1,2 \times 0,1911 = 0,23 \text{ млн руб.}$$

Тогда общая стоимость объекта недвижимости:

$$7,53 + 0,23 = 7,76 \text{ млн руб.}$$

Метод избыточного дохода основан на предположении о том, что избыточную прибыль приносят предприятию не показанные в балансе нематериальные активы, которые обеспечивают доходность на активы и на собственный капитал выше среднеотраслевого уровня. Этим методом оценивают преимущественно гудвилл. Он выражает часть нематериальных активов компании, определяемую деловой репутацией и деловыми связями, известностью фирменного наименования и фирменной марки.

Гудвилл возникает, когда предприятие стабильно получает высокую прибыль, превышающую средний уровень в данной отрасли (сфере бизнеса).

Основные этапы работы по оценке стоимости предприятия методом избыточного дохода прибыли:

- устанавливают рыночную стоимость всех активов;
- нормализуют прибыль оцениваемого предприятия;

¹ В учетной практике России данному показателю соответствует прибыль от продаж.

- выявляют среднеотраслевую доходность активов и собственного капитала;
- вычисляют ожидаемую прибыль путем умножения рыночной стоимости активов на их среднеотраслевую доходность;
- определяют избыточную прибыль посредством вычитания из нормализованной прибыли ее ожидаемой величины;
- вычисляют стоимость гудвилла путем деления избыточной прибыли на коэффициент капитализации.

Пример. Допустим рыночная стоимость активов компании равна 50 млн руб.; нормализованная чистая прибыль — 6 млн руб.; средняя рентабельность актива — 10%; ставка капитализации 15%. Необходимо оценить стоимость гудвилла и рыночной стоимости компании.

Рыночная стоимость активов — 50,0 млн руб.

Нормализованная чистая прибыль — 6,0 млн руб.

Ожидаемая прибыль ($50 \times 0,1$) — 5,0 млн руб.

Избыточная прибыль ($6 - 5$) — 1,0 млн руб.

Величина гудвилла ($1/0,15$) — 6,67 млн руб.

Рыночная стоимость компании ($50,0 + 6,67$) — 56,67 млн руб.

Рыночная стоимость предприятия устанавливается методом чистых активов как разность между балансовой стоимостью активов (A) и его обязательствами (O):

$$ЧА = A - O, \quad (2.15)$$

где $ЧА$ — чистые активы предприятия.

Ликвидационная стоимость компании представляет собой разность между суммарной стоимостью всех активов и затратами на его ликвидацию. Метод рынка капитала основан на рыночных ценах акций аналогичных компаний. Инвестор действует по принципу замещения (альтернативных инвестиций). Поэтому может вложить денежные средства в эти компании либо в оцениваемую компанию. В результате данные об эмитентах, чьи акции находятся в свободной продаже, при использовании соответствующих корректировок должны служить ориентиром для определения стоимости оцениваемой компании.

Сущность метода сделок аналогична методу рынка капитала. Различия только в том, что аналогами должны быть сделки по контрольным пакетам акций. Метод сделок методически прост и нагляден. Поэтому легко воспринимается финансовыми менеджерами. Однако на практике данный метод применяют редко из-за отсутствия сделок с контрольными пакетами акций аналогичных компаний или из-за невозможности получения по ним достоверной информации.

Метод отраслевых коэффициентов позволяет определить примерную стоимость предприятия по формулам, выведенным на основе отраслевой статистики.

Метод накопления активов не требует сравнения с компаниями-аналогами, а базируется только на информации оцениваемого предприятия. Для целей оценки все статьи актива и обязательств бухгалтерского баланса на последнюю отчетную дату представляют в рыночных ценах, т. е. разрабатывают экономический баланс. На основе его данных определяют рыночную стоимость активов и стоимость обязательств. Стоимость (цена) компании будет равна экономической стоимости активов минус экономическая стоимость обязательств. Полученная разница представляет собой рыночную стоимость собственного капитала.

2.8. Понятие структуры капитала

Концепция структуры капитала является одной из основных и самых сложных в финансовом менеджменте. При формировании структуры капитала финансовый директор должен установить, какие источники финансирования активов в наибольшей степени максимизируют стоимость (цену) компании. На практике под структурой капитала понимают соотношение между всеми собственными и заемными источниками средств, т. е. его финансовую структуру. Поясним ее более детально.

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

- за счет собственных доходов — выручки (нетто) от реализации продукции (товаров, работ, услуг) и доходов от внереализационных операций;
- через эмиссию акций;
- посредством привлечения кредитов и займов с финансового рынка;
- комбинированным (смешанным) способом.

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

Для определения общего размера мобилизационного капитала используют более частный показатель — объем капитализации, который численно равен сумме акционерного капитала и долгосрочных обязательств.

В состав акционерного капитала включают уставный и резервный капитал, и долгосрочные обязательства — долгосрочные кредиты и облигационные займы со сроком погашения свыше года.¹

Соотношение между отдельными элементами объема капитализации часто называют капитализированной структурой капитала.²

Отношение одного из элементов показателя капитализации (стоимости выпущенных в обращение обыкновенных и привилегированных акций, корпоративных облигаций) к общей его величине позволяет вычислить коэффициенты капитализации, характеризующие степень привлечения компаний тех или иных собственных и заемных источников для формирования своих денежных ресурсов. Основные финансовые коэффициенты, характеризующие структуру капитала, следующие:

$$K_1 = \frac{AK}{ДЗК}; \quad K_2 = \frac{AK}{ДЗК + КЗК}; \quad K_3 = \frac{СК}{ЗК}, \quad (2.16)$$

где K_1 — характеризует соотношение между акционерным капиталом (AK) и долгосрочным заемным капиталом ($ДЗК$); K_2 — коэффициент, отражающий соотношение между акционерным капиталом, долгосрочным заемным капиталом и кратко-

¹ Согласно стандартам бухгалтерского учета, принятым в России.

² См.: Ковалев В. В. Финансовый анализ. Управление капиталом. Выбор стратегий. Анализ отчетности. — М.: Финансы и статистика, 1997. С. 311.

срочным заемным капиталом ($KЗК$); K_3 — коэффициент, показывающий соотношение между всем собственным капиталом ($СК$) и заемным капиталом ($ЗК$).

Компания, привлекающая капитал только через выпуск обыкновенных акций, имеет упрощенную структуру капитала. Те же предприятия, которые значительную часть своих пассивов образуют за счет заемных средств (банковских кредитов и облигационных займов), обычно имеют более сложную структуру капитала. В процессе оценки инвестиционной привлекательности они получают низкий кредитный рейтинг. Уровень долгосрочной задолженности, превышающий 30–35%, как правило, расценивают как рискованный.¹

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

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

Следовательно, структура капитала оказывает непосредственное влияние на финансовые результаты хозяйственной деятельности предприятия. Соотношение между собственным и заемным капиталом служит одним из важных аналитических показателей, который показывает степень риска инвестирования в данное предприятие.

Одним из параметров, характеризующих степень финансового риска, является параметр покрытия расходов по обслуживанию долгосрочного заемного капитала:

$$\begin{aligned} & \text{коэффициент покрытия процентов (доли единицы)} = \\ & = \frac{\text{прибыль от продаж/сумма процентов за пользование}}{\text{долгосрочным заемным капиталом}} \end{aligned} \quad (2.17)$$

Данный коэффициент выражает, во сколько раз прибыль от продаж превышает сумму процентов по долгосрочным кредитам и займам. Снижение величины этого коэффициента свидетельствует о повышении уровня финансового риска, и наоборот. Этот коэффициент существенно колеблется по отраслям экономики и сферам бизнеса.

В табл. 2.5 проиллюстрированы различия в отдельных отраслях промышленности США по соотношению между собственным и заемным капиталом.

Как следует из приведенных данных, фармацевтическая и электронная отрасли достаточно прибыльные, поэтому не прибегают к широкому использованию заемного капитала. Компании розничной торговли, металлургической отрасли и коммунального хозяйства относительно широко пользуются заемными средствами, но по различным причинам. Например, торговые фирмы привлекают краткосрочные займы для финансирования товарных запасов, а долгосрочные — для обеспечения складной на их магазины. Из-за влияния фактора неопределенности, при-

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

Таблица 2.5

Доля элементов структуры капитала по отдельным отраслям промышленности США, расположенным в порядке убывания удельного веса обыкновенных акций в общем объеме пассивов¹

Отрасль	Обыкновенные акции, %	Привилегированные акции, %	Общий долг, %	Долгосрочные обязательства, %	Краткосрочные обязательства, %	Коэффициент покрытия процента
Фармацевтическая	73,5	1,9	24,6	14,0	10,6	10,3
Электронная	71,9	0,5	27,6	18,9	8,7	5,0
Автомобильная	70,9	0,7	28,4	23,2	5,2	6,7
Розничная торговля	55,1	1,0	43,9	30,4	13,5	3,6
Металлургическая	50,8	2,7	46,5	42,1	4,4	1,6
Коммунальное обслуживание	45,1	5,6	49,3	46,5	2,8	3,0
В среднем по всем отраслям, не только перечисленным	42,5	2,1	55,4	32,5	22,9	2,2

сущего отраслям, которые ориентированы на научные исследования и разработки и подвержены большим рискам, связанным с ответственностью за качество продукции, широкое привлечение заемных средств нерационально (автомобильная, авиационная и другие машиностроительные отрасли).

К основным факторам, влияющим на структуру капитала, можно отнести:

- стабильность объема производства и реализации продукции: предприятие, у которого сбыт продукции относительно стабилен, может в большей мере прибегать к внешним заимствованиям и нести более высокие постоянные издержки, чем предприятия с нестабильным объемом продаж;
- структуру активов: фирмы, активы которых могут быть использованы в качестве обеспечения кредитов, склонны довольно широко использовать заемные средства;
- темпы роста: при прочих равных условиях быстро растущие компании обычно нуждаются в привлечении средств из внешних источников финансирования (в форме кредитов и займов);
- уровень доходности: предприятия с высокой степенью прибыльности активов и собственного капитала (свыше 20%), как правило, редко прибегают к внешним заимствованиям;
- контроль: последствия, которые может иметь выпуск облигаций по сравнению с эмиссией акций для контроля дирекции над предприятием, могут повлиять на структуру капитала;

¹ Бриггэм Ю. Ф. Энциклопедия финансового менеджмента / Пер. с англ. — М.: Экономика, 1998. С. 633.

- финансовая гибкость: сохранение потенциальной способности компании получать необходимые ей кредиты и займы для финансирования текущих операций;
- позиция кредиторов: независимо от проводимого финансовой дирекцией предприятия анализа кредитоспособности кредиторы имеют собственное мнение о его финансовой устойчивости и надежности, что влияет на принятие решений о финансовой структуре капитала и др.

Проблемы возможности и необходимости управления структурой капитала давно обсуждаются среди ученых-экономистов и практиков. Существует ряд основных подходов к теоретическим аспектам структуры капитала:

- традиционный подход;
- концепция Ф. Модильяни и М. Миллера (кратко ее называют концепцией «ММ»);
- компромиссный подход;
- теория противоречия интересов при формировании структуры капитала.

Сторонники традиционного подхода считают, что:

- цена капитала зависит от его структуры;
- стоимость заемного капитала ниже цены собственного, поэтому рост удельного веса заемных источников приводит к снижению показателя средневзвешенной стоимости капитала; в результате увеличивается рыночная стоимость предприятия;
- существует понятие «оптимальная структура капитала» которое характеризует такое сочетание собственных и заемных средств, которое приводит к самой низкой средневзвешенной стоимости капитала, а также к максимизации цены компании.

Графически содержание этого подхода можно представить на рис. 2.6.

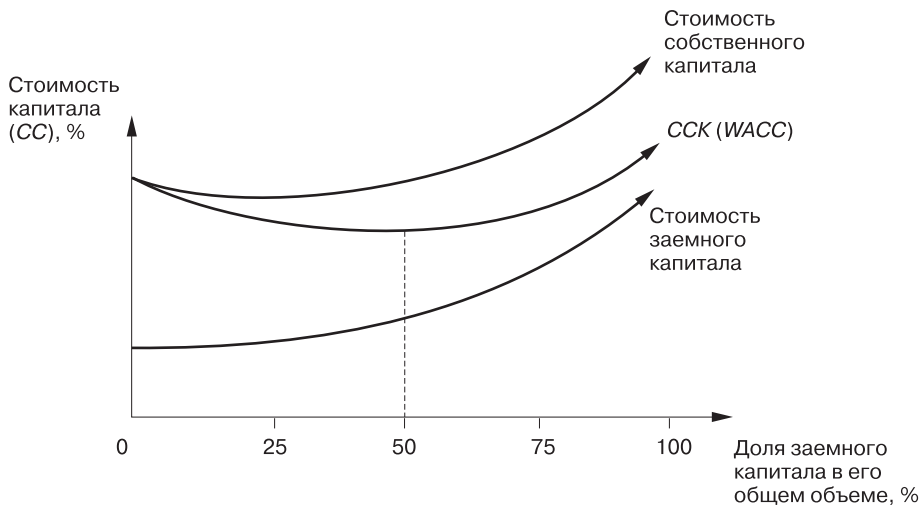


Рис. 2.6. Графическое представление структуры капитала исходя из традиционного подхода

Из графика следует, что с ростом доли заемного капитала в общей сумме источников долгосрочного финансирования цена собственного капитала постоянно увеличивается возрастающими темпами, а цена заемного капитала, оставаясь сначала практически стабильной, затем начинает увеличиваться. Поскольку стоимость заемного капитала в среднем ниже, чем цена собственного капитала, существует структура капитала, которую называют оптимальной. При оптимальной структуре капитала показатель его средневзвешенной стоимости ($WACC$) приобретает минимальное значение, поэтому цена компании будет максимальной, что отвечает интересам ее собственников (акционеров).

Авторы второго подхода Ф. Модильяни и М. Миллер утверждали как раз обратное — стоимость капитала не зависит от его структуры, а следовательно, ее нельзя оптимизировать. Для обоснования своего подхода они предусматривали ряд ограничений: наличие эффективного рынка, отсутствие налогов, одинаковая величина процентных ставок для граждан и фирм, рациональное экономическое поведение и др. В таких условиях цена капитала всегда выравнивается за счет перелива капитала, осуществляемого посредством кредитов, предоставляемых фирмам физическими лицами. Графически данная концепция имеет следующий вид (рис. 2.7).

Как следует из представленного рисунка, рост доли заемного капитала в общем его объеме не приводит к адекватному снижению средневзвешенной стоимости капитала ($ССК$), несмотря на то что цена заемных средств существенно ниже цены собственных средств. Данная концепция носит идеальный характер и не отвечает реалиям современного рынка капитала.

Следует отметить, что с введением налогообложения компаний (при прочих неизменных факторах) модель Ф. Модильяни и М. Миллера модифицируется и приобретает другой вид (рис. 2.8).

Как следует из приведенного графика, с учетом корпорационных налогов, способ финансирования компании имеет существенное значение: ее стоимость максимизируется, а общая цена капитала минимизируется при 100%-ном финансирова-

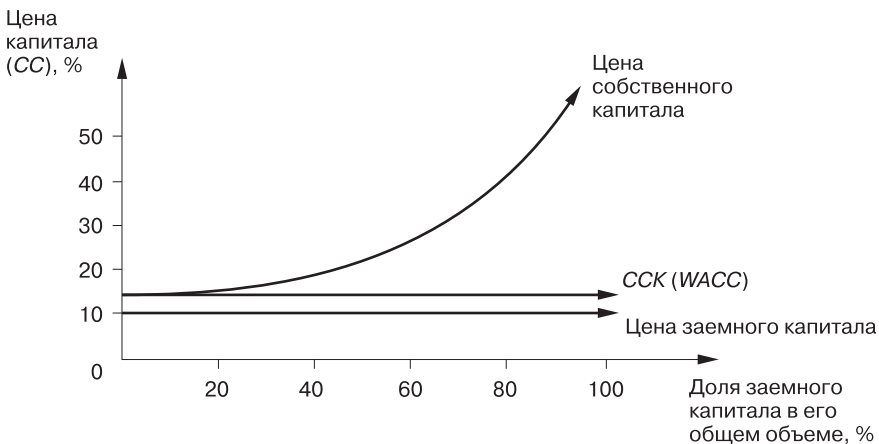


Рис. 2.7. График формирования структуры капитала согласно концепции «ММ» (без учета влияния налогов)

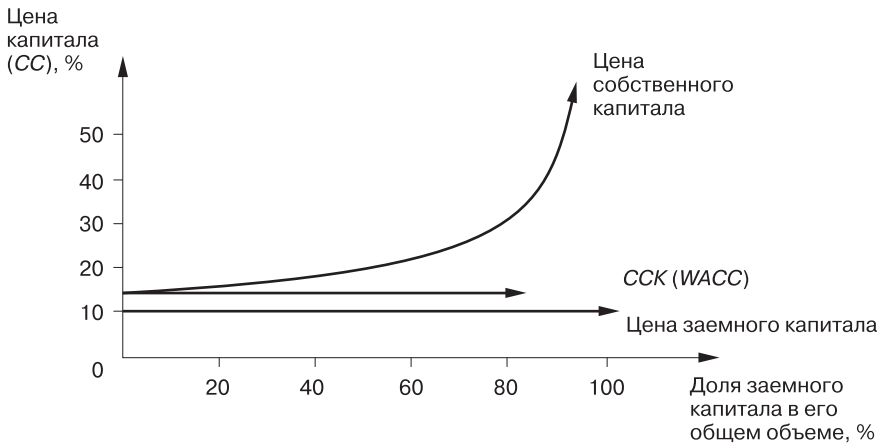


Рис. 2.8. Концепция структуры капитала Модильяни—Миллера с учетом корпорационных налогов

нии за счет заемных средств. Рост стоимости фирмы вызывается тем, что проценты к уплате понижают налогооблагаемую прибыль, благодаря чему цена заемных средств, а также возрастающая цена собственного капитала (в силу финансовой зависимости) уменьшаются из-за влияния налогового корректора (1 ставка налога на прибыль).

Сущность компромиссного подхода к структуре капитала составляет положение о том, что она складывается под влиянием ряда противоречивых факторов, характеризующих соотношение уровня доходности и риска функционирующего капитала компании. Эти факторы, действующие объективно на рынке капитала, необходимо учесть путем соответствующего компромисса.

К таким факторам относятся: уровень налогообложения компании; риск банкротства, связанный с нерациональной структурой капитала, ценой отдельных его элементов и др.

Данные факторы оказывают противоположное воздействие на рыночную стоимость компании и создают определенное соотношение между уровнем доходности и риска функционирующего капитала при различной его структуре. Так, например, уровень рентабельности используемого капитала формирует показатель его средневзвешенной стоимости (*WACC*), учитывающий операционные издержки по привлечению отдельных видов ресурсов на финансовом рынке. Уровень риска используемого капитала формирует параметр удельного веса заемного капитала в общем его объеме, который генерирует при определенных значениях (свыше 50%) угрозу банкротства.

Графическая интерпретация компромиссного подхода к формированию структуры капитала приведена на рис. 2.9.

Как следует из представленного рисунка, средневзвешенная стоимость капитала компании изменяет свою динамику под влиянием роста удельного веса используемого заемного капитала. Показанная на графике точка компромисса выражает оптимальную структуру капитала компании в положении, которое соответствует

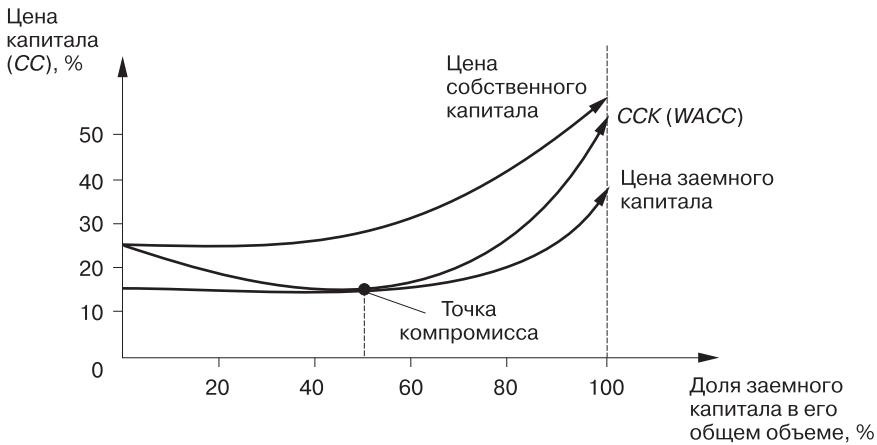


Рис. 2.9. Модель формирования оптимальной структуры капитала исходя из компромиссного подхода

минимальному значению средневзвешенной стоимости капитала ($WACC$). В данной точке цена фирмы максимальна.

Содержание подхода, основанного на противоречии формирования структуры капитала, составляет утверждение о несовпадении интересов собственников (акционеров), менеджеров, инвесторов и кредиторов в процессе финансового управления компанией. Сближение их интересов позволяет снизить средневзвешенную стоимость капитала и максимизировать рыночную цену предприятия.

Сущность концепции противоречия интересов, возникающих при формировании капитала компании, составляют теории асимметричной информации, сигнализирования участников рынка и др.

Теория асимметричной информации связана с тем, что инвесторы осведомлены о перспективах компании значительно меньше, чем ее менеджеры. Однако последние принимают решения о максимизации цены фирмы в интересах имеющих, а не новых акционеров. Поэтому если финансовое положение компании устойчиво, то менеджеры не захотят выпускать новые акции. Если перспективы неблагоприятны, то предложение о новом пакете акций может быть воспринято инвесторами как сигнал тревоги. Во многих случаях после объявления новой эмиссии цены акций обычно падают. В результате новый акционерный капитал может оказаться дороже прежнего. Суммарный эффект асимметричной информации заставляет компании сохранять резервный заемный потенциал, обеспечивающий финансовую поддержку потенциальных инвестиций за счет заемного капитала при дефиците собственных средств.

Теория сигнализирования является логическим развитием концепции асимметричной информации. Она базируется на предположении, что с рынка капитала инвесторам и кредиторам поступают соответствующие сигналы о деятельности компании и поведении ее менеджеров на этом рынке. На основе поступающей информации с рынка капитала инвесторы и кредиторы делают выводы об инвестиционной привлекательности предприятия и принимают решения о предоставлении ему кредитов и займов, а также о приобретении (продаже) его акций.

2.9. Способы оптимизации структуры капитала

Оптимизация структуры капитала является одной из самых сложных проблем, решаемых в процессе управления финансами организаций (предприятия) всех форм собственности. Особенно актуальна эта проблема для акционерных компаний, которые непосредственно взаимодействуют с рынком капитала.¹

Оптимальная структура капитала выражает такое соотношение использования собственных и заемных средств, при котором обеспечивают наиболее эффективную взаимосвязь между параметрами доходности собственного и заемного капитала и тем самым максимизируют рыночную стоимость предприятия.

Ключевыми критериями такой оптимизации являются:

- приемлемый уровень доходности и риска в хозяйственно-финансовой деятельности предприятия;
- минимизация средневзвешенной стоимости капитала (*WACC*);
- максимизация рыночной стоимости компании.

Приоритет того или иного критерия оптимизации структуры капитала каждое предприятие выбирает самостоятельно исходя из разработанной им финансовой политики. Процесс оптимизации структуры капитала осуществляют в следующей последовательности.

1. Анализ состава капитала в динамике за ряд периодов (кварталов, лет), а также тенденций изменения его структуры. В процессе анализа изучают такие параметры, как коэффициенты финансовой независимости, задолженности (*ЗК/СК*), финансирования (*СК/ЗК*), соотношения между долгосрочными и краткосрочными обязательствами. Далее рассматривают показатели оборачиваемости и рентабельности активов и собственного капитала.
2. Оценка основных факторов, определяющих структуру капитала. К ним относятся:
 - ◆ отраслевые особенности хозяйственной деятельности;
 - ◆ стадия жизненного цикла компании (молодые фирмы с конкурентоспособной продукцией могут привлекать для своего развития больше заемного капитала, а зрелые используют преимущественно собственные средства);
 - ◆ конъюнктура товарного и финансового рынков;
 - ◆ уровень прибыльности текущей (операционной) деятельности;
 - ◆ налоговая нагрузка на компанию (доля уплачиваемых косвенных и прямых налогов в выручке от продаж — брутто);
 - ◆ степень концентрации акционерного капитала (стремление акционеров сохранить контрольный пакет акций);
 - ◆ кредитный рейтинг предприятия на рынке ссудного капитала.

С учетом перечисленных и иных факторов установление приемлемой структуры капитала предполагает решение двух ключевых задач:

¹ Методы оптимизации структуры капитала были исследованы проф. И. А. Бланком в работах, опубликованных в 1998–2002 гг.

- 1) установление приемлемых пропорций формирования и использования собственного и заемного капитала; обеспечение в случае необходимости привлечения дополнительного внутреннего или внешнего капитала.
- 2) оптимизация структуры капитала по критерию доходности собственного капитала.

Пример. Предприятие располагает собственным капиталом в 80 млн руб. и предполагает увеличить объем продаж за счет привлечения заемных средств. Рентабельность активов предприятия равна 20%. Минимальная процентная ставка за кредит — 12%. Требуется установить, при какой структуре капитала будет достигнут наибольший прирост рентабельности собственного капитала. Вариантные расчеты данного показателя представлены в табл. 2.6.

Как следует из данных табл. 2.6, наибольший прирост чистой рентабельности собственного капитала (3,04%) был получен в варианте IV. В дальнейшем он отсутствует, так как коэффициент задолженности достиг своего оптимального значения 1,0 (80/80) и последующие заимствования нецелесообразны.

Таблица 2.6

Вариантные расчеты рентабельности собственного капитала при различных значениях коэффициента задолженности по ОАО

№ п/п	Показатели	Варианты						
		I	II	III	IV	V	VI	VII
1	Собственный капитал, млн руб.	80,0	80,0	80,0	80,0	80,0	80,0	80,0
2	Объем заемного капитала, млн руб.	–	20,0	40,0	80,0	100,0	120,0	160,0
3	Общий объем капитала (стр. 1 + стр. 2)	80,0	100,0	120,0	160,0	180,0	200,0	240,0
4	Коэффициент задолженности (ЗК/СК)	–	0,25	0,5	1,0	1,25	1,5	2,0
5	Рентабельность активов, %	20	20	20	20	20	20	20
6	Минимальная ставка процента за кредит, %	–	12	12	12	12	12	12
7	Минимальная процентная ставка с учетом премии за кредитный риск, %	–	–	12,5	13,0	13,5	14,0	14,5
8	Бухгалтерская прибыль с учетом процентов за кредит (стр. 3 × стр. 5/100), млн руб.	16,0	20,0	24,0	32,0	36,0	40,0	48,0
9	Сумма процентов за кредит (стр. 2 × стр. 6/100), млн руб.	–	2,4	4,8	9,6	12,0	14,4	19,2
10	Бухгалтерская прибыль без учета суммы процентов за кредит (стр. 8 – стр. 9), млн руб.	16,0	17,6	19,2	22,4	24,0	25,6	28,8
11	Ставка налога на прибыль, доли единицы	0,24	0,24	0,24	0,24	0,24	0,24	0,24
12	Сумма налога на прибыль (стр. 10 × стр. 11), млн руб.	3,84	4,22	4,61	5,38	5,76	6,14	6,91

Окончание табл. 2.6

№ п/п	Показатели	Варианты						
		I	II	III	IV	V	VI	VII
13	Чистая прибыль (стр. 10 – стр. 12), млн руб.	12,16	13,38	14,59	17,02	18,24	19,46	21,09
14	Чистая рентабельность собственного капитала (стр. 13/стр. 1) × 100, %	15,2	16,73	18,24	21,28	22,8	24,25	26,36
15	Прирост чистой рентабельности собственного капитала, %	–	1,53	1,51	3,04	1,52	1,45	2,11

Необходимое условие прироста чистой рентабельности собственного капитала: рентабельность активов больше средней процентной ставки за кредит. Именно такой максимальный результат получен в варианте IV (20% > 13%).

Таким образом, проведение многовариантных расчетов с использованием указанных показателей позволяет определить оптимальную структуру капитала, которая приводит к максимизации чистой рентабельности собственного капитала.

3. Оптимизация структуры капитала по критерию минимизации его стоимости (цены). Она базируется на предварительной оценке собственного и заемного капитала при разных условиях его привлечения и вариантных расчетах *ССК (WACC)*.

Пример. Для осуществления хозяйственной деятельности открытому акционерному обществу (ОАО) необходимо сформировать активы в 48 млн руб. При минимально прогнозируемой норме дивиденда в 10% обыкновенные акции могут быть проданы на сумму 12 млн руб. Дальнейшее увеличение объема их продажи потребует повышения размера дивидендных выплат. Минимальная ставка процента за кредит (без премии за кредитный риск) равна 13%. Необходимо определить, при какой структуре капитала будет достигнута его минимальная средневзвешенная величина (*WACC*). Расчет *ССК (WACC)* приведен в табл. 2.7.

Таблица 2.7
Расчет средневзвешенной стоимости капитала (*WACC*) по ОАО

№ п/п	Показатели	Варианты							
		I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII
1	Общая стоимость капитала, млн руб.	48,0	48,0	48,0	48,0	48,0	48,0	48,0	48,0
2	Варианты структуры капитала, %	25	30	40	50	60	70	80	100
2.1	Собственный (акционерный) капитал	75	70	60	50	40	30	20	–
2.2	Заемный капитал								
3	Норма дивиденда, %	10	10	10	10	10	10	10	10
4	Минимальная процентная ставка с учетом премии за кредитный риск, %	16,0	15,5	15,0	14,5	14,0	13,5	13,0	–

Окончание табл. 2.7

№ п/п	Показатели	Варианты							
		I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII
5	Ставка налога на прибыль, доли единицы	0,24	0,24	0,24	0,24	0,24	0,24	0,24	0,24
6	Налоговый корректор (1 – 0,24)	0,76	0,76	0,76	0,76	0,76	0,76	0,76	0,76
7	Ставка процента за кредит с учетом налогового корректора (стр. 4 × стр. 6), %	12,16	11,78	11,4	11,02	10,64	10,26	9,88	–
8	Цена составных элементов капитала, %								
8.1	Собственного капитала [(2,1 × 3)/100]	2,5	3,0	4,0	5,0	6,0	7,0	8,0	10,0
8.2	Заемного капитала [(2,2 × 7)/100]	9,12	8,25	6,84	5,51	4,26	3,08	1,98	–
9	Средневзвешенная стоимость капитала (WACC) [(8,1 × 2,1) + (8,2 × 2,2)]/100	7,47	6,68	5,7	5,26	5,3	5,82	6,8	10,0

Из данных таблицы следует, что минимальная величина средневзвешенной стоимости капитала достигается в варианте IV (5,26%) при соотношении между собственным и заемным капиталом, равным 1,0 (50%/50%). При таком значении средней величины капитала (WACC) стоимость (цена) акционерной компании будет максимальной. В последующих вариантах (V – VIII) она постепенно увеличивается и достигает своего максимального значения в варианте VIII за счет дивидендных выплат акционерам.

Оптимизация структуры капитала по критерию минимизации финансового риска связана с выбором более дешевых источников финансирования активов предприятия. В этих целях все активы классифицируют на три группы: внеоборотные (капитальные) активы; стабильная (постоянная) часть оборотных активов; варьирующая (переменная) часть оборотных активов.

На практике используют три разных подхода к финансированию различных групп активов за счет пассивов баланса предприятия: консервативный, умеренный и агрессивный.¹

При консервативном подходе примерно 50% варьирующей части оборотных активов образуют за счет краткосрочных обязательств. Остальные 50% переменной части, стабильная сумма оборотных активов и внеоборотные активы покрывают собственным капиталом и долгосрочными обязательствами.

При умеренном подходе 100% варьирующей (переменной) части оборотных активов формируют за счет краткосрочных обязательств, а 100% стабильной (постоянной) части – за счет собственных средств.

Внеоборотные активы возмещают за счет части собственного капитала и долгосрочных обязательств.

¹ Указанные подходы подробно изложены в гл. 8.

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

Исходя из своего отношения к риску собственники и финансовые менеджеры компании выбирают один из рассмотренных вариантов финансирования активов. В процессе такого выбора учитывают индивидуальные особенности деятельности предприятия. Окончательное решение, принимаемое по данному вопросу, позволяет сформировать на прогнозный период наиболее приемлемую для акционерной компании структуру капитала.

Процесс оптимизации вызывает необходимость установить целевую структуру капитала, т. е. соотношение между собственными и заемными источниками финансирования активов. Конкретная целевая структура капитала обеспечивает заданный уровень прибыльности активов и собственного капитала при минимальной степени коммерческого риска. С ее помощью минимизируют средневзвешенную стоимость капитала и максимизируют рыночную стоимость предприятия.

Показатель целевой структуры капитала отражает финансовую культуру собственников и менеджеров компании и входит в систему ее стратегических целевых установок.

В западных корпорациях для определения изменений в целевой структуре капитала используют прогнозную модель «LoTus».¹

В ее основу положены прогнозные показатели, которые формируют на базе входных данных, вводимых в пакет прикладной программы «LoTus» финансовыми менеджерами. Каждый параметр фиксирован или может изменяться по годам. Исходные данные включают бухгалтерский баланс, отчет о прибылях и убытках, а также следующие установленные руководством корпорации показатели:

- годовые темпы объема продаж;
- годовые темпы инфляции;
- ставка налога на прибыль;
- переменные издержки как процент от объема продаж;
- постоянные издержки;
- процентная ставка по уже полученным кредитам и займам;
- предельные значения цены различных видов капитала;
- структура капитала в процентах;
- темп роста дивидендов;
- коэффициент выплаты дивидендов в долгосрочной перспективе.

В модели используют входные данные для разработки прогнозных балансов и отчетов о прибылях и убытках на пять лет вперед. Кроме того, вычисляют такие важные для корпорации показатели, как:

- объем внешнего финансирования;
- рентабельность собственного капитала (*ROE*);

¹ Бригхэм Ю., Гатенски Л. Финансовый менеджмент / Пер. с англ. под ред. В. В. Ковалева. — СПб.: Экономическая школа, 1997. Т. 1. С. 431–432.

- прибыль на акцию (*EPS*);
- дивиденд на акцию (*DPS*);
- коэффициент покрытия процентов (*TIE*);
- средневзвешенная стоимость капитала (*WACC*) и др.

Модель используют для анализа альтернативных сценариев, выполняемого в двух вариантах:

- 1) варьирование входными данными для получения представления о том, как условия финансирования влияют на ключевые итоговые параметры;
- 2) варьирование переменными показателями для определения влияния делового риска фирмы на итоговые параметры при различных финансовых стратегиях.

Полученные результаты должны быть рассмотрены и проанализированы, и только после этого принимают решение о необходимой компании структуре капитала.

Модель предоставляет только результаты расчетов, а финансовый директор должен сам установить значение входных и выходных данных, интерпретировать результаты и определить целевую структуру капитала.

2.10. Взаимосвязь между структурой капитала и дивидендной политикой акционерной компании

Формирование оптимальной структуры капитала — одна из важнейших проблем финансового менеджмента.

На практике существует взаимосвязь между структурой капитала и дивидендной политикой акционерной компании (корпорации). Данная взаимосвязь проявляется в том, что структура капитала зависит от рентабельности собственных средств и нормы распределения чистой прибыли на выплату дивидендов акционерам и на развитие производства. При высокой рентабельности собственного капитала можно оставить больше чистой прибыли на цели накопления и пополнения оборотных активов без ущерба для дивидендных выплат акционерам.

Внутреннее (за счет чистой прибыли) и внешнее (за счет кредитов, займов и выпуска акций) финансирование тесно взаимосвязаны. Однако это не означает взаимозаменяемость источников средств. Так, внешнее долговое финансирование не должно подменять привлечения и использования собственных средств.

Только достаточный объем собственного капитала (более 50%) способен обеспечить развитие предприятия, укрепить его финансовую независимость и усилить доверие к нему инвесторов, кредиторов, поставщиков, покупателей и других партнеров. В критической ситуации только собственные средства способны обеспечить возврат кредитов и займов. Однако на отдельных этапах жизненного цикла компании возникает потребность во внешнем заимствовании (например, у банков). Задолженность смягчает возможный конфликт между руководством акционерной компании и ее собственниками, снижает акционерный риск.

С другой стороны, задолженность обостряет конфликт между собственниками и кредиторами. Первая причина заключается в дивидендной политике. Увеличение дивидендных выплат при снижении чистой прибыли приводит к относительному снижению собственного капитала по сравнению с заемным в его общем объ-

еме. Снижение абсолютного и относительного размера собственного капитала требует от предприятия новых заимствований у банков и иных кредиторов и роста расходов по обслуживанию долга. У банков происходит своеобразное обесценение выданных кредитов, так как ранее выданные ссуды, как правило, пролонгируют.

Вторая причина связана с тем, что при высоком уровне коэффициента задолженности (свыше 1,0) у компании возрастает потенциальный риск банкротства. В такой ситуации собственники склонны к риску, выбирая самые высокодоходные, но рискованные инвестиции, что не устраивает кредиторов. Если менеджеры компании отказываются от рискованных проектов, то это отвечает интересам кредиторов, но не собственников (акционеров). В такой ситуации они лишаются возможности максимизировать размер дивидендов на принадлежащие им акции.

Третья причина заключается в том, что при поглощении одной компании другой у фирмы-покупателя обычно происходит изменение структуры капитала: во-первых, часто поглощаемое предприятие приобретает за счет заемных средств и новый кредит изменяет структуру капитала поглощающей компании; во-вторых, присутствие заемных средств у поглощаемой фирмы также может оказать влияние на состав и структуру источников средств компании-покупателя. Последняя получает прирост рентабельности собственного капитала благодаря увеличению уровня эффекта финансового рычага, дивиденды по акциям и нераспределенная прибыль возрастают.

Четвертая причина связана с возрастанием темпов роста оборота (объема продаж) предприятия в условиях благоприятной рыночной конъюнктуры, что требует повышенного финансирования. Наращивание темпов роста оборота связано с увеличением переменных, а часто и постоянных издержек, а также объема дебиторской задолженности. Поэтому в период подъема деловой активности многие компании склонны привлекать в свой оборот больше заемных средств. В данном случае эмиссионные расходы, издержки первичного размещения акций и последующие выплаты дивидендов часто превышают стоимость привлечения обслуживания кредитов и займов.

Пятая причина: если при выпуске корпоративных облигаций новые заемные средства привлекают на более выгодных для инвесторов условиях, чем предыдущая эмиссия, то ранее выпущенные облигации могут упасть в цене.

В рыночной экономике существует механизм нивелирования данных противоречий. Широко известный способ — выпуск таких финансовых инструментов, которые позволяют владельцам корпоративных облигаций стать акционерами корпорации (облигации, конвертируемые в акции, облигации с подписными купонами и т. д.).

Наконец, компания может проводить политику постоянного возобновления заемных средств, привлекаемых на краткосрочной основе на цели долгосрочного финансирования высокоэффективных мероприятий. Тогда при каждом очередном погашении краткосрочных кредитов (вместе с процентами) кредиторы убеждаются в надежности руководства заемщика.

Нестабильная обстановка на финансовом рынке может ограничивать возможности предприятий в использовании долевого и долгового финансирования (с помощью эмиссии собственных акций и облигаций). Поэтому любая компания (вне

экстремальных условий) не может полностью исчерпывать свою кредитную способность. Всегда должен оставаться резерв для дополнительного заимствования средств, чтобы в случае необходимости покрыть дефицит денежных средств банковским кредитом.

Опытные финансовые менеджеры США полагают, что не следует доводить долю заемных средств в капитале более чем на 40%; это соответствует коэффициенту задолженности 0,67 (40%/60%). При таком значении данного показателя финансовый рынок максимально оценивает курсовую стоимость акций компании.

При оптимизации структуры капитала (источников средств) исходят обычно из главной цели финансового менеджмента: установить такое соотношение между заемным и собственным капиталом, при котором стоимость акций компании достигает своего максимального значения. Уровень задолженности служит для инвестора чутким рыночным индикатором для оценки финансовой устойчивости эмитента. Высокий удельный вес заемных средств в пассиве баланса свидетельствует о повышении риска банкротства заемщика.

Если компания располагает в основном собственными источниками средств, то риск потери финансового равновесия значительно понижается, но акционеры могут не получить высоких дивидендов. В данном случае они полагают, что корпорация не преследует цели максимизации прибыли, и могут начать продажу принадлежащих им акций, снижая тем самым их рыночную стоимость.

Итак, для зрелых, давно работающих на финансовом рынке компаний новая эмиссия акций обычно расценивается инвесторами как тревожный сигнал их вероятной финансовой нестабильности, а привлечение заемных средств — как благоприятный или нейтральный. Поэтому и рекомендуется сохранять резерв финансовой гибкости, чтобы всегда иметь возможность получить кредиты и займы на приемлемых для заемщика условиях.

На практике используют четыре основных способа внешнего финансирования.

1. *Закрытая подписка на акции.* Если она проводится между прежними акционерами, то, как правило, по заниженной в сравнении с рыночным курсом цене. Поэтому у компании возникает упущенная выгода, что является потенциальным расходом. Уставом закрытого акционерного общества (ЗАО) может быть предусмотрено преимущественное право приобретения обществом акций, реализуемых его акционерами, если акционеры не использовали свое преимущественное право на приобретение таких акций. Акционер ЗАО, пожелавший продать свои акции третьему лицу, обязан письменно известить об этом остальных акционеров и руководство общества с указанием цены и других условий продажи акций. Извещение акционеров осуществляют через руководящий орган общества.
2. *Открытая подписка на акции.* Акционеры открытого акционерного общества (ОАО) вправе реализовать принадлежащие им акции без согласия других его акционеров. Такое общество может осуществлять открытую подписку на выпускаемые им акции и проводить их свободную продажу с учетом требований федерального законодательства России. ОАО вправе проводить закрытую подписку на выпускаемые им акции, если такая подписка предусмотрена его уставом и не ограничена правовыми актами РФ.

3. *Привлечение заемных средств в форме кредитов и займов (эмиссия облигаций).*
4. *Смешанный (комбинированный) способ.* Его используют в условиях часто изменяющейся конъюнктуры на финансовом рынке, а также при реализации крупномасштабных инвестиционных проектов.

Первый способ ограничен в применении из-за возможного дефицита денежных средств у акционеров или уклонения их от дальнейшего финансирования общества. Критерием выбора между вторым и третьим вариантами является сведение к минимуму риска утраты контроля над акционерной компанией.

Позитивные и негативные моменты указанных способов внутреннего и внешнего финансирования приведены в табл. 2.8.

Таблица 2.8
Преимущества и недостатки основных способов долевого и долгового финансирования

Способ финансирования	Позитивно	Негативно
1. Закрытая подписка на акции	Контроль над акционерным обществом сохраняется. Финансовый риск незначителен. Акционеры общества имеют преимущественное право приобретения акций, предлагаемых другими его владельцами	Объем финансирования ограничен. Численность акционеров не более пятидесяти. Высокая стоимость привлечения средств, что определяется требуемой нормой дивиденда на принадлежащие акционерам общества акции
2. Открытая подписка на акции	Финансовый риск существенно не увеличивается, хотя он выше, чем при закрытой подписке. Возможна мобилизация значительных денежных средств. Число акционеров общества не ограничено. Не допускается установление преимущественного права общества или его акционеров на приобретение акций, отчуждаемых акционерами ОАО	Может быть утрачен контроль над обществом при сильном разпылении акционерного капитала. Высокая стоимость привлечения средств, особенно по обыкновенным акциям. В случае неблагоприятной ситуации на фондовом рынке возможно падение курса акций и предлагаемого по ним размера дивидендов
3. Долговое финансирование (выпуск корпоративных облигаций)	Контроль над обществом сохраняется. Относительно низкая стоимость привлечения средств (по сравнению с акциями). Обеспечение займа имуществом общества	Возрастает финансовый риск (кредитный и процентный). Твердо фиксированный срок погашения займа и величина процента по нему
4. Смешанное (комбинированное) финансирование	Преобладание тех или иных преимуществ или недостатков, характерных для указанных выше способов (исходя из структуры источников формирования капитала)	

Примечание. Основанием для заполнения отдельных пунктов таблицы послужил Федеральный закон «Об акционерных обществах» от 26.12.1995 г. № 208-ФЗ (в редакции Федерального закона РФ от 07.08.2001 г. № 120-ФЗ).

Выводы

Правила, несоблюдение которых может привести акционерное общество к потере финансовой устойчивости и даже к банкротству.

1. Если рентабельность собственного капитала и уровень дивидендных выплат имеют для акционерного общества низкое значение, не устраивающее его владельцев (собственников), то выгоднее увеличивать собственный капитал за счет эмиссии дополнительных пакетов акций, чем брать кредит у банков или иных кредиторов. Привлечение заемных средств может обойтись обществу дороже, чем выпуск акций. Однако возможны трудности в процессе размещения новых акций на фондовом рынке.

2. Если чистая прибыль, приходящаяся на одну акцию, достаточна (устраивает акционеров), а рентабельность собственного капитала и уровень дивидендных выплат имеют высокое значение, то выгоднее взять в банке кредит, чем увеличивать собственный капитал. Привлечение заемных средств в этом случае обойдется обществу дешевле, чем увеличение собственного капитала за счет дополнительной эмиссии акций. Если в такой ситуации начать выпуск новых акций, то у инвесторов может возникнуть ошибочное предположение о неудовлетворительном финансовом положении акционерной компании. Тогда может возникнуть проблема с размещением нового пакета акций. Рыночная цена акций может понизиться, что вызовет потребность в долговом финансировании.

Надежным и перспективным объектом инвестирования считают акционерные компании с устойчивым балансом, умеренной дебиторской задолженностью (не более 25% от общего объема оборотных активов), растущей в последние 2–3 года нормой чистой прибыли на собственный капитал и незначительным коэффициентом финансового риска.

2.11. Роль экономической добавленной стоимости в принятии решений о цене и структуре капитала

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

EVA базируется на концепции остаточного дохода, предложенной А. Маршаллом. Более детально эту концепцию обосновал и предложил на рынке консалтинговых услуг С. Стюарт. Согласно концепции *EVA*, стоимость компании выражает ее балансовую оценку, увеличенную на текущую стоимость будущих доходов. Таким образом, *EVA* определяет рыночную стоимость акций компании, обусловленную ее инвестиционной активностью как за счет собственных, так и заемных средств.

Акционеры должны получить норму возврата за принятый ими финансовый риск. Иными словами, собственный (акционерный) капитал должен обеспечить по крайней мере ту же самую норму возврата, как и при аналогичных условиях инвестирования на финансовом рынке. Если данное условие не соблюдается, то отсутствует реальная прибыль и акционеры не видят выгод от текущей деятельности акционерной компании. Если *EVA* равна нулю, то это является определен-

ным достижением, так как акционеры получили норму возврата, которая компенсировала им финансовый риск. Положительное значение данного показателя ($EVA > 0$) характеризует эффективное использование капитала.

Приведем стандартные формулы для расчета EVA :

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

или

$$EVA = (ROI - WACC) \times IC, \quad (2.18)$$

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

Пример. ОАО располагает следующими данными: посленалоговая прибыль от хозяйственных операций (чистая прибыль) — 12 млн руб.; средневзвешенная стоимость капитала — 10,5%; рентабельность инвестированных в активы средств — 12,6%; объем инвестиций — 95 млн руб. Тогда

$$EVA_I = 12,0 \text{ млн руб.} - 10,5\% \times 95,0 \text{ млн руб.} = 2 \text{ млн руб.}$$

$$EVA_{II} = (12,6 - 10,5\%) \times 95,0 \text{ млн руб.} = 2 \text{ млн руб.}$$

Эту величину (2 млн руб.) можно считать реальной прибылью акционерной компании после вычета стоимости капитала, который должен быть выплачен владельцам акций и корпоративных облигаций. Из расчета следует очевидный вывод: компания должна иметь положительную величину посленалоговой (чистой) прибыли, что тем не менее может стать отрицательным значением экономической добавленной стоимости (если $WACC > ROI$). На величину EVA влияют следующие факторы:

- рост доходности бизнеса за счет роста выручки от продаж и снижения суммы текущих издержек (сокращение нерентабельных производств и видов продукции и др.);
- минимизация затрат на вложенный капитал (привлечение более дешевых источников финансирования активов).

Следует отметить, что метод EVA — это модифицированная концепция чистого приведенного эффекта (Net Present Value, NPV). Чтобы убедиться в таком мнении, необходимо разделить обе части формулы (2.18) на $WACC$ компании, тогда получим:

$$\frac{EVA}{WACC} = \frac{EBIT(1-T)}{WACC} - IC. \quad (2.19)$$

Правая часть представленного уравнения выражает величину NPV .

Тогда

$$\frac{EVA}{WACC} = NPV. \quad (2.20)$$

Находим значение EVA :

$$EVA = WACC \times NPV. \quad (2.21)$$

Из формулы (2.21) следует, что *EVA* имеет тот же знак, что и значение *NPV*, так как *WACC* — всегда положительное число. Поэтому руководство компании стремится к отбору и реализации инвестиционных проектов с положительным значением чистого приведенного эффекта (*NPV*).

Инвестиционный анализ с применением критерия *NPV* требует расчета объема необходимых инвестиций, суммы и времени денежных потоков от проекта по периодам. Вычисление показателя *EVA* (по аналогии с *NPV*) можно осуществлять по каждому отдельному периоду функционирования предприятия (без дополнительного учета текущих и прогноза будущих событий) на основе бухгалтерских данных о величине функционирующего капитала. При этом с помощью *EVA* значительно проще осуществлять сравнительный анализ прогнозных показателей инвестиционного проекта с фактически достигнутыми результатами.

К недостаткам *EVA* можно отнести:

- на величину данного показателя существенно влияет первоначальная оценка инвестированного капитала: если она занижена, то созданная добавленная стоимость получается завышенной; если она завышена, то добавленная стоимость принимает заниженное значение;
- большая часть добавленной стоимости в рамках концепции *EVA* приходится на постпрогнозный период, что выражает корректировку реальной стоимости инвестированного капитала в будущем периоде.

Несмотря на отмеченные негативные моменты, показатель *EVA* можно использовать:

- для измерения дополнительной стоимости, созданной реальными инвестициями;
- для определения качества принимаемых управленческих решений, поскольку положительная величина этого параметра свидетельствует о повышении стоимости предприятия, отрицательная — о ее падении;
- для установления нормы возврата на вложенный капитал, выделяя ту часть чистого дохода (прибыли), который сформирован за счет капиталовложений.

Следовательно, применение *EVA* в практической работе российских предприятий предоставляет им дополнительный инструментарий для анализа и оценки эффективности как текущей, так и инвестиционной деятельности.

2.12. Концепция достижимого экономического роста

Модель достижимого роста была впервые предложена американским ученым Ван Хорном в 60-х гг. прошлого столетия.¹ Российские исследователи часто называют ее концепцией устойчивого (оптимального) роста компании при заданной структуре капитала. Она предполагает использование специальных приемов финансового управления. К ним, в частности, относят тщательную формулировку целей корпорации на товарном и финансовом рынках и обеспечение их достижения соответствующими источниками средств.

¹ Ван Хорн. Основы управления финансами / Пер. с англ. — М.: Финансы и статистика, 2000. С. 206–221.

Многие руководители предприятий в основном стремятся к минимизации темпов роста, чтобы получить большую долю рынка и высокую прибыль на вложенный капитал. Однако с позиции финансового менеджмента высокие темпы роста требуют привлечения дополнительных финансовых ресурсов, которые являются дефицитными и достаточно дорогими. При отсутствии налаженной системы контроля высокие темпы роста могут привести предприятие к финансовой нестабильности и даже к банкротству.

Прогнозный уровень роста — это максимально допустимый рост объема продаж (оборота) в процентах, вычисление которого базируется на запланированных коэффициентах финансовой устойчивости, деловой и рыночной активности компании. Моделируя процесс роста, можно найти его оптимальную величину. Для построения модели устойчивого роста необходимо проанализировать текущее финансовое состояние предприятия по данным бухгалтерской отчетности и сделать прогноз на будущее. Делают также предположение, что компания финансирует свою деятельность за счет внутренних финансовых источников (чистой прибыли), а структура собственного капитала остается неизменной в рамках заданного уровня финансового левериджа (рычага). При этом эмиссия акции невозможна либо нежелательна. Дивидендная политика стабильна, т. е. норма распределения чистой прибыли на выплату дивидендов не меняется. Проблемы в финансировании возникают только в том случае, если компания слишком быстро или очень медленно развивается (т. е. ниже устойчивых темпов роста).

В условиях стабильной внешней среды уровень достижимого роста определяют следующие переменные:

- отношение общей величины активов к объему продаж (A/OP);
- коэффициент рентабельности объема продаж ($ЧП/OP$);
- коэффициент развития — KP (характеризует долю чистой прибыли, не распределяемой на дивиденды); находим коэффициент выплаты дивидендов — $KВД (1 - KP)$;
- коэффициент задолженности показывает соотношение между собственными и заемными средствами ($KЗ = ЗС/СС$);
- объем продаж за базовый год (OP_0);
- абсолютное изменение объема продаж по сравнению с базовым годом (ΔOP).

Дадим краткую характеристику основным переменным величинам. Отношение суммы активов к объему продаж выражает капиталоемкость ресурсов, вложенных в активы. Данный параметр является обратным показателю оборачиваемости активов. Чем ниже указанное соотношение, тем более эффективно используют активы. В свою очередь этот показатель характеризует уровень управления запасами, дебиторской задолженностью, денежными активами и основным капиталом.

Коэффициент рентабельности объема продаж — это относительный измеритель эффективности производства после учета всех расходов и уплаченных из прибыли налогов. Хотя соотношение величины активов и объема продаж, а также коэффициент рентабельности объема продаж подвержены воздействию внешних факторов, в целом они характеризуют результативность управления компаниями.

Коэффициенты развития и выплаты дивидендов следует устанавливать с учетом осуществляемой предприятием инвестиционной и дивидендной политики,

поскольку они тесно взаимосвязаны. На величину этих параметров сильное влияние оказывают рыночные факторы.

Перечисленные параметры играют ключевую роль в определении уровня достижимого роста.

Рост активов можно представить как абсолютное изменение объема продаж, умноженное на отношение общей суммы активов к объему продаж ($\Delta ОП \times ОП/A$). Рост собственного капитала (за счет нераспределенной прибыли) можно выразить как произведение доли прибыли, не использованной на выплату дивидендов (KP), коэффициента рентабельности и объема продаж [$KP \times ЧП/ОП \times (ОП_0 + \Delta ОП)$].

Наконец, рост общей задолженности представляет собой увеличение собственного капитала, умноженное на прогнозное соотношение между заемными и собственными средствами ($KЗ$) или [$KP \times ЧП/ОП \times (ОП_0 + \Delta ОП) \times KЗ$]. Объединив все составляющие элементы, получим сумму прироста активов:

$$\Delta ОП \times ОП/A = [KP \times ЧП/ОП \times (ОП_0 + \Delta ОП)] + [KP \times ЧП/ОП \times (ОП_0 + \Delta ОП) \times KЗ], \quad (2.22)$$

где [$KP \times ЧП/ОП \times (ОП_0 + \Delta ОП)$] — прирост нераспределенной прибыли; [$KP \times ЧП/ОП \times (ОП_0 + \Delta ОП) \times KЗ$] — увеличение общей суммы задолженности предприятия.

Преобразовав данную формулу (2.22), можно получить коэффициент достижимого роста ($\Delta ОП/ОП$ или g):

$$g = \frac{KP \times (ЧП/ОП) \times (1 + KЗ_n)}{A/ОП - [KP \times (ЧП/ОП) \times (1 + KЗ_n)]}, \quad (2.23)$$

где $KЗ_n$ — прогнозное значение величины коэффициента задолженности.

Этот коэффициент (g) характеризует оптимальный уровень роста объема продаж, который соответствует выбранным прогнозным параметрам.

Пример. Предположим, что по ОАО имеются следующие исходные данные, необходимые для расчета коэффициента допустимого роста (g):

собственный капитал на последнюю отчетную дату — 86 млн руб.;

общий объем заемных средств на последнюю отчетную дату — 64,5 млн руб.;

объем продаж в базовом году — 268 млн руб.;

прогнозная величина коэффициента развития на следующий год (KP) — 0,65;

прогнозный коэффициент рентабельности продаж — 0,05;

прогнозное соотношение величины заемных и собственных средств ($KЗ_n$) — 0,75;

отношение общей величины активов к объему продаж ($86,0 + 64,5/268,0$) — 0,56.

Подставим приведенные данные в формулу (2.23) и получим коэффициент достижимого роста:

$$g = \frac{0,65 \times 0,05 \times 1,75}{0,56 - [0,65 \times 0,05 \times 1,75]} \times 100 = 11,3\%.$$

Из приведенных в этом расчете данных следует, что объем собственного капитала в прогнозном периоде вырастет до 95,7 млн руб. ($86,0 \times 1,113$), а заемного капитала — до 71,8 млн руб. ($64,5 \times 1,113$), т. е. все показатели увеличатся при условии стабильного равновесия. Если текущее равновесие будет нарушено (вследствие влияния рыночных факторов), то следует осуществить пофакторный расчет коэффициента допустимого роста.

Используя данные предыдущего примера, можно вычислить коэффициент достижимого роста (g) по другой стандартной четырехфакторной модели:

$$g = \frac{ЧП}{ОП} \times \frac{ОП}{А} \times \frac{А}{СК} \times \frac{ЧП_p}{СК}, \quad (2.24)$$

где $ЧП/ОП$ — рентабельность продаж, доли единицы; $ОП/А$ — оборачиваемость активов, число оборотов; $А/СК$ — финансовый левиредж (рычаг); $ЧП_p$ — чистая прибыль, направляемая на развитие (на цели реинвестирования); $ЧП_p/СК$ — коэффициент развития (реинвестирования).

Пример. Исходные данные предыдущего примера.

$$g = 0,05 \times 268,0/150,5 \times 150,5/86,0 \times 0,65 = 0,05 \times 1,9 \times 1,8 \times 0,65 = 0,111,$$

или 11,1%.

Итак, уровень достижимого роста компании определяется многими объективными и субъективными качественными факторами: состоянием рынка капитала, квалификацией менеджеров, ее финансовой, маркетинговой, инвестиционной и дивидендной политикой. Все эти качественные факторы в конечном итоге должны проявиться в количественных входных и выходных данных, определяющих экономический рост предприятия. Знание ситуации на рынке капитала позволяет компании выбирать наиболее дешевые источники финансирования активов, способствующие росту ее стоимости. Сила маркетинга компании и правильный выбор маркетинговой стратегии отражаются на доходности продаж и оборачиваемости активов. Так, если фирма планирует высокие показатели рентабельности и деловой активности, то это характеризует ее способность эффективно продвигать на рынок свою продукцию. Анализ последствий реинвестирования чистой прибыли в НИОКР, новые технологии, продукты и маркетинг позволяет оценить различные варианты достижения компанией экономического роста. Для одних предприятий рост определяют инвестиции в новые технологии, а для других — вложения в основной капитал. Их эффективность отражается в прибыли на капитал, которую они получают в будущем. При этом более высокую прибыль на инвестированный капитал имеют более эффективные компании.

Таким образом, каждый качественный фактор находит свое выражение в количественном виде, представленном в моделях достижимого экономического роста. При этом необходимо рассматривать практические последствия такого роста для финансовой устойчивости и платежеспособности предприятия в текущем и будущем периодах.

Глава 3

ФИНАНСОВЫЕ РЕШЕНИЯ ПО УПРАВЛЕНИЮ СОБСТВЕННЫМ КАПИТАЛОМ

3.1. Состав и структура собственного капитала

Ресурсную базу финансового потенциала предприятий (корпораций) образует собственный капитал, включающий:

- уставный капитал;
- собственные акции (паи), выкупленные акционерным обществом у их владельцев для последующего аннулирования или продажи;
- добавочный капитал;
- резервный капитал;
- нераспределенную прибыль (непокрытый убыток).

Уставный капитал определяет минимальный размер имущества организации (предприятия), гарантирующий интересы ее кредиторов.

Уставный капитал представляет собой совокупность основных средств, другого имущества, нематериальных активов, а также имущественных прав, имеющих денежную оценку, которые вложены в предприятие его учредителями и участниками (юридическими и физическими лицами) пропорционально долям, установленным учредительными документами.

Формирование уставного капитала регламентируется положениями Гражданского кодекса РФ с учетом особенностей, присущих предприятиям различных организационно-правовых форм (товариществ и обществ).

Например, уставный капитал акционерного общества состоит из номинальной стоимости обыкновенных и привилегированных акций, приобретенных акционерами. Номинальная стоимость привилегированных акций (префакций) не должна превышать 25% объема уставного капитала. При учреждении общества все его акции должны быть размещены среди учредителей (участников). Все акции общества являются именными.

Минимальный размер уставного капитала открытого акционерного общества (ОАО) должен составлять не менее 1000-кратной величины МРОТ, установленного федеральным законодательством на дату его регистрации; для закрытого акционерного общества (ЗАО) — не менее 100-кратного размера МРОТ.

Форма оплаты акций (деньгами, ценными бумагами, имущественными правами, имеющими денежную оценку) определяется договором о создании общества или его уставом, а дополнительных акций — решением об их размещении. Уста-

вом общества определяют количество, номинальную стоимость и категории (типы) акций, которые общество вправе размещать дополнительно (объявленные акции), и права, предоставляемые этими акциями. При отсутствии в уставе этих положений общество не вправе размещать дополнительные акции. Порядок и условия размещения объявленных акций также фиксируют в его уставе. Акции общества, распределенные при его учреждении, должны быть полностью оплачены в течение года с момента его государственной регистрации. Не менее 50% акций, распределенных при учреждении, должно быть оплачено в течение трех месяцев с момента государственной регистрации общества. В случае неполной оплаты акций в течение установленного срока право собственности на эти акции, цена размещения которых соответствует неоплаченной сумме, переходит к обществу. Договором о создании общества может быть предусмотрено взыскание неустойки (штрафы, пени) за неисполнение обязанности по оплате акций. Акции, право собственности на которые перешло к обществу, должны быть проданы по цене не ниже их номинальной стоимости не позднее одного года после их приобретения обществом. В ином случае оно должно объявить решение об уменьшении своего уставного капитала. Если общество в разумный срок не примет решение о понижении своего уставного капитала, то орган, осуществляющий государственную регистрацию юридических лиц, вправе предъявить в суд требование о его ликвидации.

Дополнительные акции, распределяемые обществом путем подписки, размещают при условии их полной оплаты.

Уставный капитал может быть увеличен путем повышения номинальной стоимости акций или размещения дополнительного их количества. Решение об увеличении уставного капитала путем повышения номинальной стоимости акций принимает общее собрание акционеров. Решение о повышении уставного капитала посредством размещения дополнительных акций принимает общее собрание акционеров или совет директоров (наблюдательный совет). Такое право последнего должно быть зафиксировано в уставе общества. Дополнительные акции могут быть размещены только в пределах количества объявленных акций, определенного уставом общества. Решение вопроса об увеличении уставного капитала путем размещения дополнительных акций может быть принято общим собранием акционеров одновременно с решением о внесении в устав общества положений об объявленных акциях, необходимых для его принятия, или об изменении положений об объявленных акциях. Решение об увеличении уставного капитала общества путем размещения дополнительных акций должно включать:

- количество дополнительно размещаемых обыкновенных и привилегированных акций каждого типа в пределах количества объявленных акций данной категории (типа);
- способ и цену размещения дополнительных акций;
- форму оплаты дополнительных акций, размещенных посредством подписки;
- иные условия размещения.

Увеличение уставного капитала общества путем размещения дополнительных акций или повышения их номинальной стоимости осуществляют только за счет его имущества. Сумма, на которую увеличивают уставный капитал за счет иму-

щества общества, не может превышать разницу между стоимостью и величиной его уставного и резервного капиталов. В случае увеличения уставного капитала путем размещения дополнительных акций за счет имущества общества их распределяют среди всех акционеров. При этом каждому из них выделяют акции той же категории (типа), что и акции, которые принадлежат акционеру, пропорционально количеству принадлежащих ему акций. Повышение уставного капитала за счет имущества общества путем размещения дополнительных акций, в результате которого образуются дробные акции, не допускается.

Увеличение уставного капитала путем выпуска дополнительных акций при наличии пакета акций, который дает право на более чем 25% голосов на общем собрании акционеров и закрепленного в государственной и муниципальной собственности, можно осуществлять в течение срока закрепления, если при таком увеличении сохраняется размер доли государства или муниципального образования.

Уставный капитал может быть уменьшен путем понижения номинальной стоимости или сокращения общего количества акций, в том числе путем приобретения их части руководством общества и последующего их погашения (если такая процедура предусмотрена уставом общества).

Общество не вправе уменьшать уставный капитал, если в результате этой процедуры его размер станет меньше минимального объема уставного капитала, определенного федеральным законодательством. Решение о понижении уставного капитала принимает общее собрание акционеров. При этом вносят соответствующие изменения в устав общества. В ряде случаев уменьшение уставного капитала является обязательным. Во-первых, в случае неполной оплаты акций в сроки, установленные ст. 34 Федерального закона «Об акционерных обществах» от 07.08.2001 г., они поступают в полное распоряжение общества. Такие акции не представляют право голоса, не учитываются при подсчете голосов на общем собрании акционеров, по ним не начисляются дивиденды. Если общество не сможет реализовать их в установленные законодательством сроки, то общее собрание акционеров должно принять решение о понижении уставного капитала. Во-вторых, ст. 75 и 76 Федерального закона «Об акционерных обществах» регулируют выкуп обществом по требованию владельцев всех или части принадлежащих им голосующих акций. Например, это необходимо при реорганизации общества или совершении крупной сделки, предметом которой является имущество стоимостью более 50% от балансовой стоимости его активов, если общее собрание акционеров голосовало против принятия решения о реорганизации или совершении указанной сделки или если акционеры не принимали участия в голосовании по этим вопросам. Аналогично поступают в случае внесения изменений и дополнений в устав общества или при утверждении устава в новой редакции, ограничивающей права акционеров, если акционеры голосовали против принятия такого решения или не принимали участия в голосовании.

Выкуп акций общество осуществляет по цене, определенной советом директоров (наблюдательным советом), но не ниже рыночной стоимости, которая должна быть установлена независимым оценщиком без учета ее изменения в результате действий общества, которые привели к необходимости оценки и выкупа акций. Письменные требования акционеров о выкупе обществом принадлежащих им

акций должны быть предъявлены не позднее 45 дней начиная с даты принятия соответствующего решения общим собранием акционеров. По истечении указанного срока общество обязано выкупить акции у владельцев, которые предъявили требования о выкупе, в течение 30 дней. Общая сумма средств, направляемых обществом на выкуп акций, не может превышать 10% стоимости его чистых активов на дату принятия решения, которое дало акционерам право требовать выкупа принадлежащих им акций. Если общее количество акций, в отношении которых заявлены требования о выкупе, превышает количество, которое может быть выкуплено обществом с учетом 10%-ного ограничения, то акции выкупают у акционеров пропорционально заявленным требованиям. Акции, выкупленные у владельцев в случае реорганизации общества, погашают при их выкупе. Акции, выкупленные в иных случаях (ст. 75–1 ФЗ АО), поступают в распоряжение общества и должны быть реализованы не позднее одного года с момента их выкупа по рыночной стоимости. В ином случае общее собрание акционеров должно принять решение о понижении уставного капитала общества путем погашения указанных акций.

Общество обязано в 30-дневный срок уведомить своих кредиторов об уменьшении уставного капитала. Последние вправе не позднее 30 дней с даты направления им уведомления об уменьшении уставного капитала потребовать от общества прекращения ими досрочного исполнения его обязательств и возмещения связанных с этим убытков, например по облигационным займам. Государственную регистрацию изменений в уставе общества, связанных с понижением уставного капитала, осуществляют при наличии доказательств уведомления кредиторов (письменного сообщения о понижении уставного капитала общества).

Уменьшение уставного капитала путем выкупа и погашения части акций допускается, если такая возможность предусмотрена уставом общества. Следует иметь в виду, что конвертация обыкновенных акций в привилегированные акции, облигации и иные ценные бумаги не предусмотрена действующим в РФ законодательством.

Государственные или муниципальные предприятия формируют уставный фонд, который определяет минимальный размер их имущества, гарантирующего интересы кредиторов. Такой фонд образуют за счет денежных средств, ценных бумаг, других вещей, имущественных и иных прав, имеющих денежную оценку. Размер уставного фонда государственного предприятия должен составлять не менее пяти тысяч МРОТ, установленных федеральным законом на дату государственной регистрации государственного предприятия. Размер уставного фонда муниципального предприятия должен составлять не менее чем одну тысячу МРОТ, установленных федеральным законом на дату государственной регистрации муниципального предприятия.

Федеральными законами или иными нормативными правовыми актами могут быть определены виды имущества, за счет которого не может создаваться уставный фонд государственного или муниципального предприятия. Уставный фонд государственного или муниципального предприятия должен быть полностью сформирован собственником его имущества в течение трех месяцев с момента государственной регистрации такого предприятия. Уставный фонд считают сформированным с момента зачисления соответствующих денежных сумм на открываемый в этих целях банковский счет и/или передачи в установленном порядке

государственному или муниципальному предприятию иного имущества, закрепляемого за ним на праве хозяйственного ведения в полном объеме.

Увеличение (понижение) уставного фонда государственного или муниципального предприятия осуществляют в порядке, определенном Федеральным законом «О государственных и муниципальных унитарных предприятиях» от 14.11.2002 г. № 161-ФЗ. В казенном предприятии уставный фонд не формируют.

Информацию о состоянии и движении уставного капитала отражают на счете 80 «Уставный капитал». Сальдо по счету 80 «Уставный капитал» должно соответствовать размеру уставного капитала, зафиксированного в учредительных документах предприятия. Записи по данному счету производят при формировании уставного капитала, а также в случаях его увеличения или понижения только после внесения соответствующих изменений в учредительные документы предприятия. Применительно к акционерному обществу после его регистрации уставный капитал в сумме вкладов участников (учредителей), предусмотренных учредительными документами, отражают в кредите счета 80 «Уставный капитал» в корреспонденции со счетом 75 «Расчеты с учредителями». Фактическое поступление вкладов учредителей показывают по кредиту счета 75 «Расчеты с учредителями» в корреспонденции со счетами учета денежных средств. Аналитический учет по счету 80 «Уставный капитал» осуществляют таким образом, чтобы обеспечить формирование информации по учредителям предприятия, этапам образования капитала и видам акций.

Счет 80 «Уставный капитал» применяют также для обобщения информации о состоянии и движении вкладов в общее имущество по договору простого товарищества. В этом случае счет 80 именуют «Вклады товарищей». Имущество, внесенное товарищами в простое товарищество в счет их вкладов, приходят по дебету счетов учета имущества (51 «Расчетные счета», 01 «Основные средства», 41 «Товары» и др.) и кредиту счета 80 «Вклады товарищей». При возврате имущества товарищам при прекращении договора простого товарищества в бухгалтерском учете осуществляют обратные записи.

На увеличение уставного капитала могут быть направлены средства резервного и добавочного капитала, а также часть нераспределенной прибыли, что оформляют соответствующими записями по счетам бухгалтерского учета. В этом случае вносят изменения в учредительные документы предприятия.

Необходимо подчеркнуть, что уставный капитал относится к наиболее стабильной части собственного капитала предприятий любой формы собственности. Его величина, как правило, не подвергается изменениям в течение года на предприятиях, не изменивших своей формы собственности (за исключением перечисленных выше случаев, касающихся акционерных обществ и простых товариществ).

Статья «Собственные акции (доли)» содержит данные о наличии и движении акций, выкупленных обществом у акционеров для их последующей перепродажи или аннулирования. Другие хозяйственные общества (с ограниченной и дополнительной ответственностью) и товарищества учитывают по этой статье доли участника, приобретенные самим обществом или товариществом для передачи другим участникам или лицам. При выкупе акционерным обществом или товариществом у акционера (участника) принадлежащих ему акций (долей) в бухгалтерском учете на сумму фактических затрат делают запись по дебету счета 81

«Собственные акции (доли)» и кредиту счетов по учету денежных средств. Аннулирование выкупленных обществом собственных акций проводят по кредиту счета «Собственные акции (доли)» и дебету счета «Уставный капитал». Возникающую на счете «Собственные акции (доли)» разницу между фактическими затратами на выкуп акций (долей) и номинальной их стоимостью относят на счет 91 «Прочие доходы и расходы».

Резервный капитал в акционерных обществах образуют в размере, предусмотренном его уставом, и должен составлять не менее 5% величины уставного капитала. Резервный капитал формируют путем обязательных ежегодных отчислений от чистой прибыли до достижения размера, предусмотренного уставом. Размер ежегодных отчислений фиксируют в уставе, но он не может быть ниже 5% от чистой прибыли до достижения его величины, определенной уставом общества. Резервный капитал предназначен для покрытия убытков, а также для погашения облигаций общества и выкупа его акций при отсутствии иных денежных средств.

Уменьшение резервного капитала в результате его использования по целевому назначению требует доначисления в следующих отчетных периодах. При продаже за плату акционерам общества акций, приобретенных за счет фонда акционирования работников, вырученные средства направляют на формирование резервного капитала.

Унитарное предприятие за счет остающейся в его распоряжении чистой прибыли также создает резервный фонд в порядке и размерах, которые предусмотрены его уставом. Средства резервного фонда используют исключительно на покрытие убытков. Унитарное предприятие за счет чистой прибыли образует также иные фонды в соответствии с их перечнем и в порядке, которые предусмотрены его уставом. Средства, зачисленные в такие фонды, могут быть использованы унитарным предприятием только на цели, определенные федеральными законами, иными нормативными правовыми актами и уставом такого предприятия.

Предприятия с иностранными инвестициями осуществляют отчисления от прибыли в резервный капитал в повышенном размере. Уставом акционерного общества может быть предусмотрено формирование из чистой прибыли специального фонда для акционирования его работников. Средства этого фонда расходуют на приобретение акций общества для их последующего размещения среди персонала.

Для хозяйственных товариществ и обществ с ограниченной и дополнительной ответственностью не установлено минимально необходимых размеров резервного капитала. Его формируют в пределах объемов, определенных учредительными документами.

Отчисления в резервный капитал отражают по кредиту счета 82 «Резервный капитал» и дебету счета 84 «Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)» — в части сумм, направляемых на покрытие убытка отчетного года; счета 66 «Расчеты по краткосрочным кредитам и займам» или 67 «Расчеты по долгосрочным кредитам и займам» — в части сумм, направляемых на погашение облигаций общества.

Добавочный капитал отражает прирост стоимости имущества при его переоценке, эмиссионный доход, безвозмездно полученные ценности и другие поступления.

В состав добавочного капитала включают следующие элементы:

- суммы от дооценки внеоборотных активов;
- эмиссионный доход акционерного общества (суммы, полученные сверх номинальной стоимости размещенных акций, за вычетом расходов по их продаже);
- курсовую разницу, связанную с формированием уставного (складочного) капитала организации;¹
- имущество, безвозмездно полученное от других организаций;
- поступление средств целевого финансирования в форме инвестиционных ресурсов и другие поступления.

Суммы, отнесенные в кредит счета 83 «Добавочный капитал, как правило, не списывают. Дебетовые записи по нему могут иметь место в случаях:

- погашения сумм снижения стоимости внеоборотных активов, которые выявились в результате их переоценки, — в корреспонденции со счетами учета активов, по которым определилось снижение их стоимости;
- направления средств на увеличение уставного капитала — в корреспонденции с кредитом счетов 80 «Уставный капитал» и 75 «Расчеты с учредителями»;
- распределения сумм между учредителями организации — в корреспонденции со счетом 75 «Расчеты с учредителями».

Аналитический учет по счету 83 «Добавочный капитал» ведут таким образом, чтобы обеспечить получение информации по источникам формирования и направлениям использования средств. У большинства предприятий добавочный капитал занимает наиболее весомую долю в составе собственного капитала (70–90%), что позволяет убыточным акционерным компаниям сохранять свой капитал. Добавочный капитал выполняет роль своеобразного амортизатора от убытков, получаемых многими акционерными обществами по разным причинам, включая и слабый менеджмент, уклонение от уплаты налога на прибыль и др.

Нераспределенная прибыль является важным источником образования собственного капитала предприятия. Действующее в России законодательство предоставляет хозяйствующим субъектам широкие права оперативно маневрировать поступающей в их распоряжение чистой прибылью.

В бухгалтерском балансе финансовый результат отчетного периода показывают как «нераспределенную прибыль (непокрытый убыток)», т. е. конечный финансовый результат, выявленный за отчетный период, за вычетом причитающихся за счет прибыли установленных законодательством РФ налогов и иных обязательных налоговых платежей, включая санкции за несоблюдение правил налогообложения.

Сумму чистой прибыли отчетного года списывают заключительными оборотами декабря в кредит счета 84 «Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)»

¹ Под курсовой разницей, связанной с формированием уставного (складочного) капитала организации, признают разность между рублевой оценкой задолженности учредителя (участника) по вкладу в уставный (складочный) капитал, оцененному в учредительных документах в иностранной валюте, исчисленной по курсу Центрального банка Российской Федерации на дату поступления суммы вкладов, и рублевой оценкой этого вклада в учредительных документах.

в корреспонденции со счетом 99 «Прибыли и убытки». Нераспределенная прибыль на конец отчетного года может быть направлена в следующем году на такие цели, как:

- пополнение резервного капитала;
- увеличение уставного капитала;
- увеличение добавочного капитала;
- выплату доходов учредителям хозяйственного общества и товарищества.

Направление части прибыли отчетного года на выплату доходов учредителям (участникам) организации по итогам утверждения годовой бухгалтерской отчетности отражают по дебету счета 75 «Расчеты с учредителями» и 70 «Расчеты с персоналом по оплате труда». Аналогичную запись делают при выплате промежуточных доходов.

Сумму уценки объекта основных средств в результате переоценки относят на счет учета нераспределенной прибыли (непокрытый убыток). Сумму уценки объекта основных средств относят в уменьшение добавочного капитала, образованного за счет сумм дооценки этого объекта, проведенной в предыдущие отчетные периоды. При выбытии объекта основных средств сумму его дооценки переносят с добавочного капитала в нераспределенную прибыль предприятия. Сумму чистого убытка отчетного года списывают заключительными оборотами декабря в дебет счета 84 «Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)» в корреспонденции со счетом 99 «Прибыли и убытки». Списание с бухгалтерского баланса убытка отчетного года показывают по кредиту счета 84 «Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)» в корреспонденции с дебетом счетов:

- «Уставный капитал» — при доведении его величины до суммы чистых активов;
- «Резервный капитал» — при направлении на покрытие убытка средств резервного капитала;
- «Расчеты с учредителями» — при погашении убытков простого товарищества за счет целевых взносов его участников и пр.

Аналитический учет по счету «Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)» осуществляют таким образом, чтобы обеспечить получение информации по направлениям использования средств. При этом в аналитическом учете средства нераспределенной прибыли, использованные в качестве источника основного капитала и еще не израсходованные на эту цель, можно показать раздельно.

Таким образом, можно сделать следующие выводы:

- нераспределенная прибыль служит источником финансирования капитальных вложений;
- наличие нераспределенной прибыли в балансе на конец отчетного периода можно рассматривать как источник формирования собственных оборотных средств (чистого оборотного капитала);
- увеличение собственного капитала за счет любого из перечисленных источников способствует укреплению финансовой устойчивости предприятия.

Структура собственного капитала характеризует удельный вес каждой статьи в его общем объеме. На структуру собственного капитала влияют как внутрен-

ние, так и внешние факторы. Внутренние факторы (состояние менеджмента, маркетинга, финансовая стабильность и др.) находятся под контролем руководства предприятия (корпорации). Внешние факторы целесообразно учитывать при формировании целевой структуры собственного капитала. К ним, в частности, относят состояние финансового рынка, налоговую, бюджетную и денежно-кредитную политику государства.

Структуру собственного капитала анализируют за ряд отчетных периодов (кварталов, лет) и по результатам изучения составляют прогноз на будущее.

Анализ изъятия чистой прибыли в пользу собственников осуществляют по следующим направлениям:

- изучение абсолютных объемов и их динамики;
- анализ относительных значений (долей чистой прибыли) и их динамики;
- изучение зависимости между рентабельностью собственностью капитала и относительными показателями изъятий за длительный период времени с целью построения динамических рядов.

Управленческие решения по использованию чистой (нераспределенной) прибыли принимают в следующем порядке:

- путем формирования специальных денежных фондов (потребления, накопления и резервных) по нормативам отчислений (в процентах) в каждый фонд;
- посредством оперативных действий финансовой дирекции по совершению хозяйственных операций, финансируемых за счет чистой прибыли.

Во втором случае необходимо систематически отслеживать влияние принимаемых решений на финансовую устойчивость и платежеспособность предприятия (корпорации).

3.2. Принятие решений по формированию источников собственного капитала

Формирование собственного капитала выражает часть общей финансовой политики предприятия (корпорации), направленной на обеспечение его производственно-коммерческой деятельности финансовыми ресурсами.

Основные цели формирования собственного капитала:

- создание за счет собственного капитала необходимого объема внеоборотных активов (собственного основного капитала — $СОК$);
- образование за счет собственного капитала определенной доли оборотных активов (собственного оборотного капитала — $C_{об.К}$).

Величину собственного основного капитала ($СОК$) вычисляют по формуле:

$$СОК = ВОА - ДО, \quad (3.1)$$

где $ВОА$ — внеоборотные активы по бухгалтерскому балансу на конец периода (квартала, года); $ДО$ — долгосрочные обязательства, используемые для финансирования внеоборотных активов.

Объем собственного оборотного капитала ($C_{об.К}$) определяют по формуле:

$$C_{об.К} = ОА - ДО' - КО, \quad (3.2)$$

где OA — оборотные активы по балансу на конец отчетного периода; DO' — долгосрочные обязательства, направленные на финансирование оборотных активов; KO — краткосрочные обязательства, направленные на покрытие оборотных активов.

Превышение величины собственного капитала над суммой внеоборотных активов и долгосрочных обязательств представляет собой чистый оборотный капитал ($ЧОК$):

$$ЧОК = СК - (ВОА - ДО), \quad (3.3)$$

где $СК$ — собственный капитал (итог раздела III баланса «Капитал и резервы»).

Чистый оборотный капитал характеризует сумму свободных денежных средств, которыми предприятие может маневрировать в отчетном периоде.

Коэффициент маневренности собственного капитала ($КМ_{ск}$) устанавливают по формуле:

$$КМ_{ск} = \frac{ЧОК}{СК}, \quad (3.4)$$

рекомендуемое значение показателя $КМ_{ск}$ — 0,2–0,3 (или 20–30% от объема собственного капитала). Он выражает, насколько мобильны собственные источники средств с финансовой точки зрения. От его значения зависит финансовое состояние предприятия. На величину $КМ_{ск}$ влияют отраслевые особенности хозяйственной деятельности (производство, коммерция, предоставление услуг и т. д.). Чем выше значение данного коэффициента, тем больше возможностей у предприятия для финансового маневра.

Принятие решений по управлению собственным капиталом связано не только с рациональным использованием накопленной его части, но и с образованием собственных источников финансовых ресурсов, обеспечивающих будущее развитие предприятия. В процессе управления собственным капиталом источники его формирования систематизируют на внутренние и внешние. В состав внутренних источников включают:

- нераспределенную прибыль;
- средства, присоединяемые к собственному капиталу в результате переоценки (дооценки) основных средств и нематериальных активов;
- прочие внутренние источники (резервные фонды).

Амортизационные отчисления также являются внутренним источником формирования собственных финансовых ресурсов. Согласно Положению по бухгалтерскому учету «Учет основных средств» (ПБУ 6/01) от 30.03.2001 г., суммы начисленной амортизации отражают в бухгалтерском учете путем накопления соответствующих сумм на счете 02 «Амортизация основных средств». Счет предназначен для обобщения информации об амортизации, накопленной за время эксплуатации объектов основных средств. Начисленную сумму амортизации основных средств показывают в бухгалтерском учете по кредиту счета 02 «Амортизация основных средств» в корреспонденции со счетами учета затрат на производство (расходов на продажу). Амортизационные отчисления для целей бухгалтерского учета можно определять разными способами (как линейным, так и нелинейными методами).

Руководство предприятия вправе само устанавливать сроки полезного использования объектов основных средств при принятии их к бухгалтерскому учету.

В состав внешних источников средств включают:

- мобилизацию дополнительного паевого капитала (путем взносов средств учредителей в уставный или складочный капитал);
- привлечение дополнительного акционерного капитала (посредством повторной эмиссии и реализации акций);
- безвозмездную финансовую помощь от юридических лиц и государства (например, государственным унитарным предприятиям, финансово-промышленным группам и т. д.);
- конверсию заемных средств в собственные (например, обмен корпоративных облигаций на привилегированные акции);
- средства целевого финансирования, поступившие на цели инвестирования в основной капитал;
- прочие внешние источники (эмиссионный доход, образуемый при продаже акций выше их номинальной стоимости).

Политика формирования собственных финансовых ресурсов (СФР) направлена на обеспечение самофинансирования предприятия. Данная политика включает следующие основные этапы.

1. Анализ образования и использования СФР в базисном периоде.
2. Обеспечение общей потребности в СФР на предстоящий (прогнозный) период.
3. Оценку стоимости привлечения собственного капитала из различных источников.
4. Обеспечение максимального объема привлечения СФР за счет внутренних и внешних источников.
5. Оптимизацию соотношения внутренних и внешних источников.

Рассмотрим более подробно содержание каждого этапа.

Первый этап. Целью анализа формирования СФР в базовом периоде является определение финансового потенциала для будущего развития предприятия. На первой стадии анализа изучают: соответствие темпов прироста прибыли и собственного капитала темпам прироста активов (имущества) и объема продаж; динамику удельного веса собственных источников в общем объеме финансовых ресурсов и др. Целесообразно сравнить эти параметры за ряд периодов. Оптимальное соотношение между ними:

$$T_n > T_{en} > T_{ck} > T_a > 100\%, \quad (3.5)$$

где T_n — темп роста прибыли, %; T_{en} — темп роста выручки (нетто) от продажи товаров, %; T_{ck} — темп роста собственного капитала, %; T_a — темп роста активов, %.

Из формулы (3.5) следует, что прибыль должна расти более высокими темпами, чем остальные параметры. Это означает, что издержки производства должны снижаться, выручка от продаж — расти, а собственный капитал и активы (имущество) — использоваться более эффективно за счет ускорения их оборачиваемости. Однако на практике даже у стабильно работающих предприятий возможны

отклонения от указанного соотношения. Причины могут быть самые разные: освоение новых видов продукции и технологий, большие капиталовложения на обновление и модернизацию основного капитала, реорганизацию структуры управления и производства и др. Эти факторы обусловлены внешним экономическим окружением (например, усилением конкуренции на данном сегменте рынка) и требуют значительных капитальных затрат, которые окупятся в будущем.

На второй стадии анализа исследуют соотношение между внутренними и внешними источниками образования СФР, а также стоимость (цену) привлечения собственного капитала за счет различных источников.

На третьей стадии анализа оценивают достаточность СФР, сформированных в базисном периоде. Критерием такой оценки выступает коэффициент самофинансирования $K_{сф}$:

$$K_{сф} = \frac{СФР}{\Delta A(I)}, \quad (3.6)$$

где $СФР$ — собственные финансовые ресурсы, сформированные в базисном периоде; $\Delta A(I)$ — прирост активов (имущества) в прогнозном периоде по сравнению с базисным (отчетным).

Второй этап. Общую потребность в СФР на предстоящий период устанавливают по формуле:

$$П_{сфр} = \frac{П_{к} \times У_{ск}}{100} - СК_{нн} \quad ЧП_{н}, \quad (3.7)$$

где $П_{сфр}$ — общая потребность в собственных финансовых ресурсах в предстоящем периоде; $П_{к}$ — общая потребность в капитале на конец прогнозного периода; $У_{ск}$ — удельный вес собственного капитала в общей его сумме на конец прогнозного периода, доли единицы; $СК_{нн}$ — сумма собственного капитала на начало прогнозного периода; $ЧП_{н}$ — сумма чистой прибыли, направляемая на потребление в прогнозном периоде.

Расчетная величина включает необходимую сумму СФР, образуемых за счет внутренних и внешних источников.

Третий этап. Оценку привлечения собственного капитала из различных источников осуществляют в разрезе отдельных его элементов (акционерного капитала, нераспределенной прибыли и др.). Результаты такой оценки служат базой для принятия управленческих решений относительно выбора альтернативных источников формирования СФР, обеспечивающих прирост собственного капитала.

Четвертый этап. Обеспечение максимального объема привлечения СФР за счет внутренних и внешних источников требует определения возможного перечня таких источников и их абсолютного объема.

Основными внутренними источниками являются чистая прибыль и амортизационные отчисления. В процессе их прогнозирования целесообразно предусмотреть возможность увеличения прибыли и амортизационных отчислений за счет внутренних резервов. Следует иметь в виду, что применение ускоренных методов амортизации основных средств (например, способом уменьшаемого остатка, списания стоимости основных средств по сумме чисел лет полезного использования

и др.) приводит к снижению массы прибыли. В данном случае для замены изношенных элементов основного капитала следует предпочесть простое воспроизводство. После замены изношенных элементов основного капитала на новые необходимо стремиться к расширению производственного потенциала предприятия за счет чистой прибыли. Поэтому на отдельных этапах жизненного цикла компании возникает потребность в максимизации как амортизационных отчислений, так и чистой прибыли:

$$AO + ЧП \rightarrow \sum СФР_{\max}, \quad (3.8)$$

где AO и $ЧП$ – прогнозируемые объемы амортизационных отчислений и чистой прибыли; $\sum СФР_{\max}$ – максимальная сумма СФР, образуемых за счет собственных источников.

Объем привлечения СФР из внешних источников ($СФР_{\text{внеш}}$) призван покрыть дефицит той их части, которую не удалось сформировать за счет внутренних источников. Расчет осуществляют по формуле:

$$СФР_{\text{внеш}} = ОП_{\text{сфр}} - СФР_{\text{внутр}}, \quad (3.9)$$

где $СФР_{\text{внеш}}$ – потребность в привлечении собственных финансовых ресурсов за счет внешних источников; $ОП_{\text{сфр}}$ – общая потребность в источниках финансирования в прогнозном периоде; $СФР_{\text{внутр}}$ – объем внутренних финансовых ресурсов, намечаемых к привлечению за счет внутренних источников.

К внешним финансовым источникам относят: привлечение дополнительного паевого капитала участников (учредителей) хозяйственного товарищества или общества с ограниченной ответственностью; повторную эмиссию акций и др.

Пятый этап. Процесс оптимизации внутренних и внешних источников образования СФР базируется на:

- минимизации стоимости (цены) мобилизации СФР. Если стоимость СФР за счет внешних источников значительно превышает прогнозную величину привлечения заемных средств (облигационных займов и банковских кредитов), то от подобного их формирования следует отказаться;
- сохранении управления компанией первоначальными учредителями (собственниками), если оно достаточно продуктивно.

Увеличение дополнительного паевого или акционерного капитала за счет сторонних инвесторов может привести к потере такого управления.

Эффективность разработанной политики формирования СФР можно оценить с помощью коэффициента устойчивого экономического роста ($K_{\text{ур}}$):

$$K_{\text{ур}} = \frac{ЧП - \sum Д}{\overline{СК}} \times 100, \quad (3.10)$$

где $\sum Д$ – сумма дивидендов, выплачиваемая акционерам; $\overline{СК}$ – средняя стоимость собственного капитала за расчетный период; $ЧП - \sum Д$ – реинвестируемая чистая прибыль.

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

Выводы

Успешное формирование СФР обеспечивает:

- максимизацию массы прибыли при допустимом уровне коммерческого риска;
- рациональную структуру использования чистой прибыли на выплату дивидендов и развитие производства;
- разработку в компании эффективной амортизационной политики;
- формирование рациональной эмиссионной политики (дополнительной эмиссии корпоративных ценных бумаг) или привлечение дополнительного паевого капитала.

3.3. Оценка стоимости отдельных элементов собственного капитала

В качестве источника средств для финансирования инвестиций в активы акционерные компании часто используют средства инвесторов. Ожидаемая прибыльность акций конкретной компании для инвесторов включает безрисковую доходность и премию за риск, характерный для данного вида ценных бумаг. Эту ожидаемую доходность часто называют стоимостью (ценой) собственного (акционерного) капитала. Однако на практике возникает необходимость оценки стоимости привлечения отдельных элементов собственного капитала (обыкновенных и привилегированных акций, нераспределенной прибыли). Такая оценка способствует укреплению финансовой устойчивости акционерной компании (корпорации) путем выбора наиболее недорогих источников привлечения долевого капитала.¹

Оценка стоимости собственного капитала имеет ряд особенностей, важнейшими из которых являются следующие.

1. Сумму выплат акционерам относят к налоговой базе, определяемой по доходам в форме дивидендов. К налоговой базе применяют процентные ставки, установленные в гл. 25 («Налог на прибыль») части II второй Налогового кодекса РФ (ст. 284).

2. Согласно ст. 284, к налоговой базе, определяемой по доходам, полученным в виде дивидендов, применяют следующие ставки:

- 9% — по доходам, полученным в виде дивидендов российскими организациями и гражданами — налоговыми резидентами РФ;
- 15% — по доходам, полученным в виде дивидендов от российских организаций иностранными компаниями, а также по доходам, полученным в виде дивидендов российскими организациями от иностранных юридических лиц.

Налогообложение дивидендных выплат повышает стоимость собственного капитала по сравнению с заемным (у получателя доходов). Выплаты владельцам акций в форме дивидендов осуществляют за счет чистой прибыли акционерного общества.

¹ Принципы и методы оценки стоимости собственного капитала можно встретить в работах западных ученых-экономистов, посвященных проблемам финансового менеджмента и корпоративных финансов, и в частности в кн.: *Бланк И. А.* Управление формированием капитала. — Киев: Ника-Центр; Эльга, 2000.

Согласно гл. 25 части II Налогового кодекса РФ от 06.08.2001 г. (с изменениями от 29.05.2002 г. № 57-ФЗ), выплату процентов за привлеченный заемный капитал признают расходами организации с учетом следующих особенностей (ст. 269):

- расходом считают проценты, начисленные по долговому обязательству любого вида (товарному и коммерческому кредиту, займу, банковскому вкладу и банковскому счету), при условии, что размер начисленных налогоплательщиком по долговому обязательству процентов существенно не отклоняется от среднего уровня процентов, взимаемых по долговым обязательствам, выданным в том же отчетном периоде на сопоставимых условиях;
- под долговыми обязательствами, выданными в сопоставимых условиях, понимают обязательства, выданные в той же валюте, на те же сроки под аналогичные по качеству обеспечения и попадающие в ту же группу кредитного риска;
- при определении среднего уровня процентов по межбанковским кредитам принимают во внимание информацию только о межбанковских кредитах;
- существенным отклонением размера начисленных процентов по долговому обязательству считают отклонение более чем на 20% в сторону повышения (снижения) от среднего уровня процентов, начисленных по долговому обязательству, выданному в том же квартале на сопоставимых условиях;
- при отсутствии долговых обязательств, выданных в том же квартале на сопоставимых условиях, предельная величина процентов, признаваемых расходами, принимается равной ставке рефинансирования Центрального банка России, увеличенной в 1,1 раза по рублевым кредитам и на 15% — по валютным кредитам. Поэтому проценты за банковский кредит в состав налогооблагаемой базы прибыли не входят. В налоговом учете их отражают отдельно от затрат на производство и реализацию продукции и внереализационных расходов. В результате стоимость вновь привлекаемого собственного капитала (в форме эмиссии акций) часто превышает цену заемных средств.

3. Привлечение собственного капитала связано с финансовым риском для инвесторов, что повышает его стоимость на величину премии (надбавки) за риск. Данное положение подтверждается тем, что претензии собственников основной части этого капитала (за исключением владельцев привилегированных акций) подлежат удовлетворению при банкротстве акционерного общества в последнюю очередь.

4. Мобилизация собственного (акционерного) капитала не связана с обратным денежным потоком по основной его сумме, что подтверждает выгодность этого источника для предприятия, несмотря на его повышенную стоимость.

По заемным средствам обратный денежный поток наряду с выплатой процентов включает возврат в установленный срок основной суммы долга (займа). По привлекаемому собственному капиталу в обратный денежный поток входят только платежи акционерам (в форме дивидендов), за исключением случаев выкупа обществом собственных акций у их владельцев. Это обеспечивает большую безопасность использования собственного капитала с позиции достижения компанией финансовой устойчивости и платежеспособности.

5. Необходимость периодической корректировки объема собственного капитала, зафиксированного в бухгалтерском балансе. При этом уточнению подлежит

только функционирующая часть собственного капитала, так как вновь привлекаемую его величину оценивают в текущих рыночных ценах.

6. Оценка вновь привлекаемого собственного капитала имеет вероятностный характер, так как текущие рыночные цены на акции подвержены значительным колебаниям на фондовом рынке. Привлечение заемных средств основано на процентных ставках, зафиксированных в кредитных договорах заемщиков с банками. Выпуск в обращение обыкновенных акций не содержит таких договорных обязательств перед инвесторами. Исключение составляет эмиссия привилегированных акций с фиксированным процентом дивидендных выплат.

С учетом рассмотренных особенностей складывается механизм поэлементной оценки собственного капитала акционерной компании-эмитента, который включает следующее.

1. Расчет стоимости используемого в отчетном периоде собственного капитала по формуле:

$$CK_{uo} = \frac{ЧП_a \times 100}{СК}, \quad (3.11)$$

где CK_{uo} — стоимость используемого собственного капитала в отчетном периоде, %; $ЧП_a$ — сумма чистой прибыли, выплаченной акционерам в процессе ее использования; $СК$ — средняя величина собственного капитала в отчетном периоде.

Процесс управления стоимостью данного элемента собственного капитала осуществляют прежде всего в текущей (обычной) деятельности. Стоимость используемого капитала в предстоящем (прогнозом) периоде устанавливают по формуле:

$$CK_{un} = CK_{uo} \times I, \quad (3.12)$$

где CK_{un} — стоимость используемого собственного капитала в предстоящем периоде, %; CK_{uo} — стоимость используемого собственного капитала в отчетном периоде, %; I — прогнозируемый индекс роста выплат из чистой прибыли по предприятию в целом, доли единицы.

Стоимость нераспределенной прибыли, как правило, приравнивают к цене используемого собственного (акционерного) капитала в предстоящем периоде:

$$C_{un} = CK_{un}, \quad (3.13)$$

где C_{un} — стоимость нераспределенной прибыли, %.

Такой подход позволяет сделать следующий вывод: если стоимость используемого (функционирующего) собственного капитала в предстоящем периоде и стоимость нераспределенной прибыли в этом же периоде идентичны, то при оценке средневзвешенной стоимости капитала ($WACC$) в планируемом периоде данные элементы капитала можно рассматривать как единый элемент, т. е. включать в оценку с общим суммированным удельным весом.

2. Стоимость дополнительно привлекаемого акционерного капитала рассчитывают в процессе оценки отдельно — по обыкновенным и привилегированным акциям, так как норма предлагаемого по ним дивиденда неодинакова. Она, как правило, выше по обыкновенным акциям.

Стоимость привлечения дополнительного капитала за счет эмиссии обыкновенных акций определяется следующими показателями:

- суммой дополнительной эмиссии обыкновенных акций;
- суммой дивиденда, выплаченного в отчетном периоде на одну обыкновенную акцию;
- планируемым индексом роста выплат чистой прибыли в форме дивидендов;
- прогнозируемыми затратами по эмиссии обыкновенных акций.

В процессе привлечения данного вида собственного капитала следует учитывать, что по стоимости он является самым дорогим, так как затраты по его обслуживанию не понижают налогооблагаемую прибыль, а премия за финансовый риск наиболее высока, поскольку эта часть капитала при банкротстве акционерного общества защищена в минимальной степени.

Расчет стоимости дополнительного капитала, привлекаемого с помощью эмиссии обыкновенных акций (CK_{oa}), рекомендуют осуществлять по формуле:

$$CK_{oa} = \frac{K_{oa} \times D_{oa} \times I \times 100}{\sum CK_{oa} \times (1 - Z_3)}, \quad (3.14)$$

где CK_{oa} — стоимость собственного капитала, привлекаемого за счет выпуска обыкновенных акций, %; K_{oa} — количество дополнительно выпускаемых обыкновенных акций, шт.; D_{oa} — сумма дивиденда, приходящегося на одну обыкновенную акцию в отчетном периоде, руб.; I — планируемый индекс роста дивидендов из чистой прибыли акционерам; $\sum CK_{oa}$ — сумма собственного (акционерного) капитала, привлекаемого за счет выпуска обыкновенных акций; Z_3 — затраты на эмиссию обыкновенных акций по отношению к общей сумме эмиссии акций, доли единицы.

Пример. $K_{oa} = 1,5$ млн шт.; $D_{oa} = 10$ руб.; $I = 1,05$; $\sum CK_{oa} = 80$ млн руб.; $Z_3 = 0,03$ (3%).

Тогда:

$$CK_{oa} = \frac{1,5 \text{ млн шт.} \times 10 \text{ руб.} \times 1,05 \times 100}{80 \text{ млн руб.} \times (1 - 0,03)} = 20,3\%.$$

Фиксированный размер стоимости привлечения дополнительного капитала с помощью эмиссии привилегированных акций устанавливает общее собрание акционеров. В этом сходство процессов привлечения дополнительного капитала с помощью эмиссии привилегированных акций и привлечения заемных средств. Различия между ними в том, что затраты по обслуживанию долга относят в бухгалтерском учете на операционные расходы акционерного общества (до налогообложения прибыли). Дивидендные выплаты по привилегированным акциям осуществляют за счет чистой прибыли. Наряду с выплатой дивидендов к расходам общества относят и эмиссионные затраты по выпуску акций.

Исходя из этих особенностей стоимость дополнительного привлекаемого капитала за счет эмиссии привилегированных акций определяют по формуле:

$$CK_{na} = \frac{D_{na} \times 100}{\sum CK_{na} \times (1 - Z_3)}, \quad (3.15)$$

где $СК_{na}$ — стоимость собственного капитала, привлекаемого с помощью привилегированных акций, %; D_{na} — сумма дивидендов, предусмотренных к выплате в соответствии с уставными обязательствами общества; Z_3 — эмиссионные затраты, выраженные в долях единицы по отношению к общей сумме эмиссии.

Пример. $D_{na} = 2,8$ млн руб. (400 тыс. акций \times 7 руб.); $\sum СК_{na} = 19,2$ млн руб. (400 тыс. акций \times 48 руб.); $Z_3 = 0,02$ (2%).

Тогда:

$$СК_{na} = \frac{2,8 \text{ млн руб. } 100}{19,2 \text{ млн руб. } (1-0,02)} = 14,9\%$$

Процесс управления стоимостью привлечения собственного капитала за счет эмиссии акций сопряжен с большими трудностями и высоким риском для эмитента. Поэтому квалификация финансового директора, отвечающего за данный процесс, должна быть высокой.

Для управления стоимостью (ценой) собственного капитала акционерной компании необходимы разработка и реализация эмиссионной и дивидендной политики.

3.4. Принятие решений об эмиссии корпоративных ценных бумаг

Принятие управленческих решений по эмиссии корпоративных ценных бумаг включает широкий спектр организационно-технических, информационных, консультационных и иных процедур, входящих в сферу деятельности финансового директора. Все эти процедуры составляют содержание эмиссионной политики акционерной компании. Данная политика реализуется только в выпуске акций как основного источника формирования уставного (акционерного) капитала корпорации на фондовом рынке. Эмиссия корпоративных облигаций относится к управлению заемным капиталом.

С позиции финансового права эмиссия ценных бумаг представляет собой последовательность действий эмитента по выпуску и размещению эмиссионных ценных бумаг. Стандартная процедура эмиссии включает следующие этапы.

1. Принятие эмитентом решения о выпуске акций.
2. Государственную регистрацию выпуска (дополнительного выпуска) акций.
3. Изготовление сертификатов акций — для документарной формы выпуска.
4. Размещение акций (эмиссионные ценные бумаги, выпуск которых не прошел регистрацию, размещению не подлежат).
5. Государственную регистрацию отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) акций.

При регистрации проспекта эмиссии процедуру выпуска дополняют:

- подготовкой проспекта эмиссии;
- регистрацией проспекта эмиссии;
- раскрытием всей информации, содержащейся в проспекте эмиссии;
- раскрытием всей информации, содержащейся в отчете об итогах выпуска.

Раскрытие информации, содержащейся в отчете об итогах выпуска, осуществляют после государственной регистрации данного отчета.

Размещают акции путем:

- распределения среди учредителей акционерного общества при его образовании;
- распределения среди акционеров общества;
- подписки;
- конвертации.

При учреждении акционерного общества учредителям оплачивают их акции по цене не ниже номинальной. Оплату дополнительных акций, размещаемых посредством подписки, осуществляют по цене, устанавливаемой советом директоров (наблюдательным советом) общества, но не ниже их номинальной стоимости. Цена размещения дополнительных акций акционерам общества при осуществлении преимущественного права их приобретения может быть ниже цены размещения для других лиц, но не более чем на 10%. Порядок конвертации в акции эмиссионных ценных бумаг определяется:

- уставом общества — в отношении конвертации префакций в обыкновенные акции;
- решением о выпуске — в отношении конвертации корпоративных облигаций в акции.

Оплату эмиссионных ценных бумаг, размещаемых посредством подписки, осуществляют по цене, которую устанавливает совет директоров общества. Оплата эмиссионных ценных бумаг, конвертируемых в акции акционерного общества, при осуществлении преимущественного права их приобретения может быть ниже цены размещения для других лиц, но не более чем на 10%. Размер вознаграждения посредника, участвующего в размещении эмиссионных ценных бумаг посредством подписки, не может превышать 10% цены размещения этих ценных бумаг.

Общество вправе размещать дополнительные акции посредством подписки и конвертации. В случае увеличения уставного капитала за счет имеющегося имущества размещение дополнительных акций производят путем распределения их среди акционеров. Открытое акционерное общество (ОАО) может производить размещение акций и эмиссионных ценных бумаг (префакций и корпоративных облигаций), конвертируемых в обыкновенные акции, посредством открытой подписки или другим способом предлагать их для приобретения неограниченному кругу лиц.

Размещение акций (эмиссионных ценных бумаг, конвертируемых в акции) путем открытой подписки осуществляют по решению общего собрания акционеров об увеличении уставного капитала посредством размещения дополнительных акций (о размещении эмиссионных ценных бумаг, конвертируемых в акции), принятому большинством в 75% голосов акционеров — владельцев голосующих акций, принимающих участие в общем собрании акционеров.

Размещение путем открытой подписки обыкновенных акций, составляющих свыше 25% ранее размещенных обыкновенных акций, осуществляют только по решению общего собрания акционеров, принятому большинством в 75% голосов акционеров — владельцев голосующих акций, принимающих участие в общем собрании акционеров. Размещение посредством открытой подписки конвертиру-

емых в обыкновенные акции эмиссионных ценных бумаг (которые подлежат подобной процедуре) осуществляют в аналогичном порядке.

Акционеры общества имеют преимущественное право приобретения размещаемых посредством открытой подписки дополнительных акций и эмиссионных ценных бумаг, конвертируемых в акции, в количестве, пропорциональном числу принадлежащих им акций данной категории (типа). Акционеры общества, голосовавшие против или не принимавшие участия в голосовании по вопросу о размещении путем закрытой подписки акций и эмиссионных ценных бумаг, конвертируемых в акции, имеют приоритетное право приобретения дополнительных акций и эмиссионных ценных бумаг, конвертируемых в акции, размещаемых посредством закрытой подписки, в количестве, пропорциональном числу принадлежащих им акций этой категории (типа).

Эмитент вправе начать размещение выпускаемых им акций только после государственной регистрации их выпуска. Государственную регистрацию выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг осуществляют на основании заявления эмитента. К данному заявлению прилагают:

- решение о выпуске (дополнительном выпуске) эмиссионных ценных бумаг;
- документы, подтверждающие соблюдение эмитентом требований законодательства РФ, определяющих порядок и условия принятия решения о размещении ценных бумаг, и других требований, соблюдение которых необходимо при осуществлении эмиссии ценных бумаг;
- проспект ценных бумаг, если регистрация выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг должна сопровождаться регистрацией проспекта ценных бумаг.

Регистрирующий орган обязан осуществить государственную регистрацию выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг или принять мотивированное решение об отказе в государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг в течение 30 дней с даты получения документов, предоставленных для государственной регистрации.

При государственной регистрации выпуска эмиссионных ценных бумаг ему присваивают индивидуальный государственный регистрационный номер (код). Аналогичный порядок действует в отношении регистрации каждого дополнительного выпуска эмиссионных ценных бумаг. По истечении трех месяцев с момента государственной регистрации отчета об итогах дополнительного выпуска этих ценных бумаг индивидуальный номер (код) дополнительного выпуска аннулируют. Регистрирующий орган (Федеральная служба по финансовым рынкам, ФСФР) отвечает только за полноту информации, содержащейся в документах, представленных для государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг.

Основаниями для отказа в государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг и регистрации проспекта их эмиссии могут быть:

- несоблюдение эмитентом требований законодательства РФ о ценных бумагах, в том числе наличие в представленных документах сведений, подтверждающих вывод о противоречии условий эмиссии и обращения эмиссионных ценных бумаг;

- несоответствие документов, представленных для государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг или регистрации проспекта их эмиссии, и состава содержащихся в них сведений требованиям нормативно-правовых актов РФ;
- непредставление в течение 30 дней по запросу ФСФР РФ всех документов, необходимых для государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг или регистрации их проспекта;
- несоответствие финансового консультанта на фондовом рынке, подписавшего проспект ценных бумаг, установленным требованиям;
- включение в проспект ценных бумаг или решение об их выпуске ложных либо недостоверных сведений.

Решение об отказе в государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг и проспекта ценных бумаг может быть обжаловано в суд или арбитражный суд.

Проспект ценных бумаг включает следующие сведения:

- краткую информацию о лицах, входящих в состав органов управления эмитента, о банковских счетах, об аудиторе, оценщике и о финансовом консультанте эмитента, а также об иных лицах, подписавших проспект;
- краткие данные об объеме, о сроках, порядке и об условиях размещения эмиссионных ценных бумаг;
- ключевую информацию о финансово-экономическом состоянии эмитента и факторах риска;
- подробные данные об эмитенте;
- сведения об участниках (акционерах) эмитента и о совершенных эмитентом сделках, в совершении которых была прямая заинтересованность;
- бухгалтерскую отчетность эмитента и иную финансовую информацию.

В соответствии с Федеральным законом «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» от 03.03.1999 г. № 46-ФЗ установлены следующие ограничения на фондовом рынке:

- запрещено рекламировать и/или предлагать неограниченному кругу лиц ценные бумаги эмитентов, не раскрывающих информацию о них в объеме и порядке, определенных законодательством РФ;
- условия заключаемых с инвесторами договоров, которые ограничивают их права по сравнению с правами, предусмотренными законодательством, являются недействительными;
- нарушения указанных положений профессиональными участниками являются основанием для аннулирования или приостановления действия их лицензий на осуществление профессиональной деятельности на фондовом рынке и/или наложения штрафа;
- совершение владельцем ценных бумаг любых сделок с принадлежащими ему ценными бумагами до их полной оплаты и регистрации отчета об их выпуске запрещено;
- лица, подписавшие проспект эмиссии ценных бумаг, несут солидарную ответственность за ущерб, причиненный эмитентом инвестору вследствие со-

держатель в проспекте недостоверной информации, вводящей в заблуждение инвестора.

Важное значение для развития фондового рынка имеет Федеральный закон «О защите конкуренции на рынке финансовых услуг» от 23.06.1999 г. № 117-ФЗ, в котором регламентированы взаимоотношения между участниками финансового рынка, направленные на создание в России нормальной конкурентной среды. В частности, этим законом запрещены действия финансовой организации, доминирующей на рынке финансовых услуг (фондовом, кредитном, страховом, лизинговом и иных рынках), которые препятствуют доступу на данный рынок другим финансовым организациям или негативно влияют на общие условия предоставления финансовых услуг.

На рынке финансовых услуг не допускается:

- включение в договор дискриминационных условий, которые ставят финансовую организацию в неравное положение по сравнению с другими аналогичными организациями;
- согласие заключить договор (соглашение) только при условии внесения в него положений, в которых финансовая организация не заинтересована (например, о размещении ценных бумаг эмитента сторонним финансовым посредником-андеррайтером);
- установление при заключении договора необоснованно высокой (низкой) цены за предоставляемую финансовую услугу (например, на покупку или продажу ценных бумаг компаниями-дилерами) и др.

Следует подчеркнуть, что в условиях России привлечение дополнительного капитала за счет новой эмиссии акций — длительный и дорогостоящий процесс. Поэтому к данному источнику привлечения финансовых ресурсов прибегают только крупные акционерные компании, располагающие достаточными денежными ресурсами и имеющие широкую известность на фондовом рынке России (например, компании топливно-энергетического комплекса, металлургической промышленности, связи и некоторых других отраслей хозяйства). Для большинства российских акционерных обществ реального сектора экономики единственной возможностью выхода на фондовый рынок является доведение текущего финансового положения до соответствия требованиям, предъявляемым рынком, что позволяет организовать обращение собственных эмиссионных ценных бумаг (акций и корпоративных облигаций). В современных условиях уставный капитал многих акционерных обществ России во много раз ниже стоимости их чистых активов, что отдаляет перспективу выхода их ценных бумаг на фондовый рынок. Вследствие значительной недооценности акций многие потенциальные эмитенты не рискуют выходить на рынок с новыми пакетами финансовых инструментов, что способно привести к непропорциональному уменьшению доли действующих акционеров, лишив их контрольного пакета акций. Кроме того, потенциальные инвесторы часто не имеют объективной информации, позволяющей им правильно оценить инвестиционную привлекательность компаний-эмитентов, поскольку они заранее ориентированы на низкую стоимость (цену) их акций.

Состояние рынка акций в РФ характеризуют следующие данные (табл. 3.1).¹

¹ Экономика и жизнь. 2004. № 3. С. 2.

Таблица 3.1

Динамика основных показателей развития российского рынка акций

На начало года	Количество эмитентов на бирже, ед.	Количество акций, торгующих на бирже, ед.	Капитализация рынка акций, \$млрд	Капитализация рынка акций, % к ВВП
1998 г.	–	–	132	31,6
1999 г.	–	–	18	13,7
2000 г.	134	178	54	30,7
2001 г.	196	286	44	17,2
2002 г.	207	313	83	27,6
2003 г.	218	333	115	33,8
01.07.2003 г.	141	200	163	43,0

Из приведенных данных можно сделать следующие выводы:

- экономический рост и увеличение спроса на инвестиционные ресурсы не сопровождалось появлением новых эмитентов в листингах бирж;
- по-прежнему остается невостребованным такой инструмент привлечения капитала, как первичное размещение акций на фондовом рынке;
- снижалось количество эмитентов, акции которых представлены на фондовых биржах;
- падала ликвидность рынка акций;
- до настоящего времени большую долю капитализации российского рынка акций составляют компании нефтегазового сектора экономики; так, на 01.01.2004 г. на долю десяти крупнейших акционерных компаний приходилось свыше 80% рыночной капитализации.

Существование многих предприятий в организационно-правовой форме акционерного общества при отсутствии присущей этой форме стратегии поведения на рынке ценных бумаг (привлечение средств с этого рынка, расширение числа эмитентов и инвесторов, установление прочных взаимоотношений между ними) лишает их возможности мобилизовать дополнительные финансовые ресурсы на цели развития производства.

Основной целью эмиссионной политики акционерной компании является привлечение с фондового рынка дополнительного объема денежных ресурсов в наиболее короткие сроки и с минимальными транзакционными издержками. В соответствии с этой целью эмиссионная политика акционерного общества (корпорации) является частью общей инвестиционной политики по привлечению дополнительного объема финансовых ресурсов за счет выпуска и размещения на фондовом рынке собственных акций.

Разработка эффективной эмиссионной политики включает ряд этапов.

Первый этап. Изучение возможностей эффективного размещения вновь эмитируемых акций (если акционерное общество нуждается в дополнительном притоке собственного капитала) осуществляют на основе предварительного анализа конъюнктуры фондового рынка и оценки инвестиционной привлекательности своих акций. Анализ конъюнктуры рынка ценных бумаг (биржевого и внебирже-

вого) включает констатацию спроса и предложения, динамики уровня цен, объема продаж новых пакетов акций и ряда других показателей. Результатом подобного анализа является определение уровня чувствительности (реакции) фондового рынка на появление новой эмиссии акций и на возможности их реализации инвесторам. Оценку инвестиционной привлекательности собственных акций проводят с позиции учета перспектив развития отрасли, к которой относится эмитент, конкурентоспособности выпускаемой им продукции (оказываемых услуг), а также величины показателей финансовой устойчивости и ликвидности баланса по сравнению с параметрами аналогичных компаний-эмитентов. В процессе такой оценки устанавливают возможную степень инвестиционной привлекательности акций данной компании по сравнению с акциями других эмитентов.

В условиях российского фондового рынка при неразработанности методов оценки курсов эмиссионных ценных бумаг наиболее предпочтителен фундаментальный анализ инвестиционной ситуации. Он предполагает выполнение трех условий:

- 1) изучение и анализ общей экономической ситуации;
- 2) анализ отдельных сегментов фондового рынка;
- 3) изучение финансового состояния отдельных акционерных компаний.

Для оценки потенциала собственных акций используют систему показателей:

$$\begin{aligned} & \text{сумма дивидендов в расчете на одну обыкновенную акцию} = \\ & = \text{общая сумма дивидендов по обыкновенным акциям} / \\ & \quad \text{количество обыкновенных акций на руках акционеров;} \end{aligned} \quad (3.16)$$

$$\begin{aligned} & \text{соотношение между ценой обыкновенной акции и ее доходностью} = \\ & = \text{рыночная стоимость одной обыкновенной акции} / \text{чистая прибыль} \\ & \quad \text{в расчете на одну обыкновенную акцию;} \end{aligned} \quad (3.17)$$

$$\begin{aligned} & \text{соотношение между бухгалтерской и рыночной стоимостью} \\ & \text{одной обыкновенной акции} = \text{бухгалтерская стоимость одной} \\ & \text{обыкновенной акции} / \text{рыночная стоимость одной обыкновенной акции.} \end{aligned} \quad (3.18)$$

В ходе анализа проводят сравнение значений этих показателей с теми данными, которые имеются по аналогичным акционерным компаниям, а также с их значениями за предыдущие периоды.

Акционерное общество может привлекать капитал различными способами: эмиссией акций; посредством получения кредитов и займов в различных формах (банковский и коммерческий кредит, выпуск корпоративных облигаций и др.); использовать собственные доходы, полученные от обычных видов деятельности.

Для определения общего размера мобилизованного капитала используют показатель капитализации. Численно он равен сумме акционерного капитала и долгосрочных обязательств.

Акционерный капитал включает: номинальную стоимость обыкновенных и привилегированных акций; эмиссионный доход; стоимость акций, приобретенных компанией; резервный капитал и нераспределенную прибыль, направленную на пополнение уставного капитала. Отношение одного из элементов объема капитализации (стоимости выпущенных в обращение обыкновенных и привилегированных акций, а также облигаций) к общей его величине позволяет установить коэффициенты капитализации. Они выражают уровень привлечения компанией тех или иных собственных и заемных источников финансовых ресурсов.

Коэффициенты капитализации вычисляются по формулам:

$$\begin{aligned} & \text{коэффициент капитализации акционерной собственности} = \\ & = \text{стоимость обыкновенных и привилегированных акций} / \text{общая величина капитализации пассива баланса;} \end{aligned} \quad (3.19)$$

$$\begin{aligned} & \text{коэффициент капитализации по долгосрочным обязательствам} \\ & \text{(займам)} = \text{долгосрочные обязательства (займы)} / \text{общая} \end{aligned} \quad (3.20)$$

капитализация пассива баланса.

Акционерные общества, привлекающие капитал только через выпуск акций, имеют упрощенную структуру капитала (консервативную или умеренную). Те акционерные компании, которые значительную часть своих пассивов формируют за счет долгосрочных заемных средств, обладают агрессивной структурой капитала и обычно в ходе финансового анализа получают пониженный кредитный рейтинг.

Результаты фундаментального анализа оформляют в виде исследовательского отчета. Многие аналитики акционерных компаний в первом разделе данных отчетов приводят основные показатели, характеризующие их деятельность, ключевые выводы, сделанные в ходе изучения, а также рекомендации относительно целесообразности купли-продажи эмиссионных ценных бумаг, выпускаемых корпорациями.

Второй этап — определение целей эмиссии. В связи с высокой стоимостью собственного капитала, полученного из внешних источников, цели эмиссии должны быть достаточно обоснованными с позиций будущего развития компании-эмитента и возможностей значительного повышения курсовой стоимости его ценных бумаг. Главными целями, которыми руководствуются эмитенты, прибегая к данному источнику формирования собственного капитала, являются:

- реальное инвестирование, связанное с отраслевой и региональной диверсификацией производственно-коммерческой деятельности (создание сети новых филиалов, дочерних фирм, новых производств и т. д.);
- необходимость значительного улучшения структуры капитала за счет повышения доли собственных средств в его общем объеме. Обеспечение на этой основе роста коэффициента финансовой независимости и снижение за счет данного фактора цены привлечения заемного капитала;
- предполагаемое поглощение других компаний с целью получения синергического эффекта;¹
- иные цели, требующие быстрой мобилизации значительного объема собственного капитала.

Третий этап — определение объема эмиссии. При установлении объема эмиссии целесообразно исходить из ранее рассчитанной потребности в собственных финансовых ресурсах за счет внешних источников финансирования. Объем эмиссии акций определяют путем умножения количества выпускаемых акций на номинальную стоимость одной акции (в процессе одной эмиссии может быть установлен один вариант номинала акций).

¹ Синергический эффект определяется дополнительными экономическими преимуществами, которые возникают при успешном объединении фирм (их слиянии и поглощении).

Четвертый этап — установление номинала, видов и количества эмитируемых акций. Количество и номинальная стоимость приобретаемых (размещаемых) акционерным обществом акций фиксируются в его уставе. В этом документе могут быть определены количество и номинал акций, которые общество вправе разместить в дополнение к ранее эмитированным акциям (объявленные акции). Порядок и условия размещения объявленных акций также устанавливаются в уставе. Изменение номинальной стоимости и количества акций, находящихся в обращении, допускается при увеличении (уменьшении) уставного капитала. Такое решение вправе принять общее собрание акционеров.

Наряду с уставом дополнительные сведения о количестве и типах эмитируемых обществом акций приводятся в проспекте ценных бумаг. В этот документ включают информацию:

- о размере и структуре уставного капитала эмитента и его изменении за последние пять лет или за каждый завершённый финансовый год, если эмитент осуществляет свою деятельность менее пяти лет, с указанием решений уполномоченных органов управления эмитента;
- о каждой категории (типе) акций эмитента с указанием прав, предоставляемых акциями их владельцам, номинальной стоимости каждой из них, количества находящихся в обращении акций, числа объявленных акций, количества акций, находящихся на балансе эмитента, числа дополнительных акций, которые могут быть размещены в результате конвертации эмиссионных ценных бумаг, конвертируемых в акции, или в результате исполнения обязательств по опционам эмитента;
- о существенных сделках, совершённых эмитентом за пять последних лет или за каждый завершённый финансовый год, если эмитент осуществляет свою деятельность менее пяти лет, размер обязательств по которым составляет не менее 10% балансовой стоимости его активов по данным бухгалтерского баланса за последний завершённый отчетный период;
- о коммерческих организациях, в которых эмитент владеет не менее чем 5% уставного капитала либо не менее чем 5% обыкновенных акций, и др.

Пятый этап — оценка стоимости привлекательного акционерного капитала. Подобную оценку проводят по двум параметрам:

- 1) по прогнозному уровню дивидендов исходя из выбранного типа дивидендной политики;
- 2) по расходам на выпуск и размещение акций (в среднегодовом исчислении).

Расчетную стоимость привлекаемого акционерного капитала сравнивают с его фактической средневзвешенной стоимостью (*WACC*) и средним уровнем процентной ставки на рынке ссудного капитала. Только после этого принимают окончательное решение об эмиссии акций.

Шестой этап — изучение форм гарантированного размещения эмиссионных ценных бумаг (*underwriting* «андеррайтинг»). Открытое размещение акций, как правило, производят с помощью финансового посредника (дилера), который организует первичную и повторную реализацию ценных бумаг эмитента на фондовом рынке.

Андеррайтеры предоставляют компании-эмитенту следующий набор услуг:

- выбор способа эмиссии ценных бумаг;
- установление цен на новые ценные бумаги;
- продажа новых ценных бумаг и др.

В роли дилеров выступают коммерческие и инвестиционные банки, инвестиционные фонды и компании. Обычно андеррайтер выкупает для себя ценные бумаги эмитента по цене, которая ниже цены предложения, и тем самым принимает на себя риск по их реализации. Поскольку действия андеррайтеров сопряжены со значительным риском, то они предпочитают объединять усилия и образуют группу андеррайтеров, называемую синдикатом, для диверсификации риска и облегчения реализации эмиссии.

Чтобы быстро и эффективно осуществлять открытое размещение эмитируемого объема акций, компания-эмитент:

- определяет состав финансовых посредников (андеррайтеров);
- согласовывает с ними цены начальной котировки акций и размер комиссионного вознаграждения дилеру;
- обеспечивает регулирование объема продажи акций, а также поддержание ликвидности размещенных ранее ценных бумаг на первоначальном этапе их обращения.

Взаимоотношения между эмитентом и андеррайтером регулируются договором о выпуске и размещении эмиссионных ценных бумаг. В нем указывают вид андеррайтинга (твердое соглашение, максимум и минимум усилий по размещению ценных бумаг); размер вознаграждения посреднику (спрэд) и прочие условия. Спрэд — это компенсация андеррайтеру за его услуги, которая выражается в разнице между ценой покупки и ценой продажи акций на фондовом рынке. Такая разница в цене составляет основное вознаграждение финансового посредника за его услуги.

Согласно российскому законодательству о рынке ценных бумаг, количество размещаемых эмиссионных ценных бумаг не должно превышать количества, указанного в решении о выпуске (дополнительном выпуске) этих финансовых инструментов. Эмитент вправе разместить меньшее количество эмиссионных ценных бумаг, чем указано в решении о выпуске (дополнительном выпуске) этих бумаг. Фактическое количество размещенных ценных бумаг приводят в отчете об итогах выпуска, предоставляемом на регистрацию. Долю неразмещенных ценных бумаг из числа, указанного в решении о выпуске (дополнительном выпуске), при которой эмиссию считают несостоявшейся, определяет ФСФР России. Возврат средств инвесторов при несостоявшейся эмиссии осуществляют в порядке, установленном ФСФР России.

Эмитент обязан закончить размещение выпускаемых им эмиссионных ценных бумаг не позднее одного года с даты государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) таких финансовых инструментов.

Не допускается размещение путем подписки эмиссионных ценных бумаг выпуска, государственная регистрация которого сопровождается регистрацией проспекта ценных бумаг, ранее чем через две недели после опубликования сообще-

ния о государственной регистрации их выпуска. Информацию о цене размещения эмиссионных ценных бумаг можно раскрыть в день начала их размещения.

При публичном размещении или обращении выпуска эмиссионных ценных бумаг запрещено закладывать преимущество в приобретении этих бумаг одним потенциальным инвесторам перед другими. Однако настоящее правило не действует:

- при эмиссии государственных ценных бумаг (облигаций);
- при предоставлении акционерам акционерных обществ преимущественного права выкупа новой эмиссии акций в количестве, пропорциональном числу принадлежащих им акций в момент принятия решения об эмиссии;
- при введении эмитентом ограничений на приобретение ценных бумаг нерезидентами.

Эмитент не может размещать опционы, если количество объявленных им акций меньше числа акций, право на приобретение которых предоставляют такие опционы. Количество акций определенной категории (типа), право на приобретение которых предоставляют опционы эмитента, не должно превышать 5% акций этой категории (типа), размещенных на дату предоставления документов для государственной регистрации выпуска опционов эмитента.

Таким образом, эмиссионная политика акционерной компании направлена на быстрое и максимально выгодное привлечение дополнительного акционерного капитала для целей ее развития и укрепления позиций на товарном и финансовом рынках.

3.5. Финансовые решения по реализации дивидендной политики

Принятие решений в сфере дивидендной политики связано с использованием чистой прибыли акционерных компаний (корпораций). Цель дивидендной политики — установление баланса между текущим потреблением прибыли собственниками и будущим ее ростом. В соответствии с этой целью дивидендная политика как часть политики по управлению прибылью заключается в оптимизации пропорций между потребляемой и реинвестируемой частями прибыли в целях максимизации стоимости акционерной компании и обеспечения финансовой базы для ее стратегического развития.

Отмечая важность дивидендной политики для корпорации, С. Росс писал: «Существует множество противоречивых мнений по вопросу о дивидендной политике. Выдвигается множество неубедительных причин по поводу того, почему этот вопрос может быть важен, и множество попыток объяснить дивидендную политику являются аналогичными с точки зрения экономики. Но даже при таком положении вещей в реальном мире корпорационных финансов определение дивидендной политики является делом чрезвычайной важности».¹ Поэтому, согласно мнению С. Росса, ключевой вопрос дивидендной политики состоит в следующем: должна ли корпорация выплачивать денежные средства акционерам или она обязана вкладывать их в производство, опять же в интересах собственников? При

¹ Росс С., Вестерфилд Р., Джордан Б. Основы корпоративных финансов / Пер. с англ. под ред. проф. Ю. В. Шленова. — М.: Лаборатория базовых знаний, 2000. С. 486.

решении данного вопроса прослеживается тесная взаимосвязь между дивидендной и инвестиционной политикой акционерной компании.

Оптимизации дивидендной политики в индустриально развитых странах Запада посвящены многочисленные теоретические исследования. Наиболее распространенной является теория начисления дивидендов по остаточному принципу. Ее последователи полагают, что величина дивидендов не влияет на изменение совокупного дохода акционеров. Поэтому оптимальная стратегия в дивидендной политике заключается в том, что дивиденды начисляют после того, как изучены все возможности капитализации (реинвестирования) чистой прибыли. Следовательно, дивиденды выплачивают только в том случае, если за счет прибыли профинансированы все приемлемые инвестиционные проекты. Если всю сумму чистой прибыли направляют на цели развития предприятия, то дивиденды не выплачивают. Напротив, если у предприятия нет эффективных инвестиционных проектов, то ее можно в полном объеме направить на выплату дивидендов.

Основные теоретические разработки в этой области были выполнены в 60-х гг. прошлого столетия Ф. Модильяни и М. Миллером. Они выдвинули идею о наличии так называемого эффекта клиентуры, согласно которой акционеры предпочитают стабильность дивидендной политики получению нерегулярных, но высоких доходов. Кроме того, Модильяни и Миллер считали, что дисконтированная стоимость обыкновенных акций после возмещения за счет чистой прибыли всех осуществляемых капиталовложений плюс полученные по остаточному принципу дивиденды примерно равны издержкам, которые необходимо понести для изыскания дополнительных источников финансирования корпорации. В то же время эти ученые признают определенное влияние дивидендной политики на цену акционерного капитала, но объясняют это не влиянием величины дивидендов, а информационным эффектом: информация о дивидендах, в частности об их увеличении, провоцирует акционеров на повышение цены акций. Теорией Ф. Модильяни и М. Миллера предусматривается значительное количество ограничений: отсутствие налогов на юридических и физических лиц; отсутствие затрат по эмиссии и транзакционных издержек; безразличие выбора между дивидендами доходами от прироста капитала для инвесторов; независимость инвестиционной политики корпорации от дивидендной; одинаковая информированность инвесторов и менеджеров относительно будущих перспектив. Очевидно, что такие условия нереальны. Несмотря на уязвимость в аспекте практического применения, теория Ф. Модильяни и М. Миллера стала отправным пунктом для осуществления дивидендной политики.

М. Гордон и Д. Линтнер разработали теорию предпочтительности дивидендов. Авторы утверждают, что дивидендная политика непосредственно влияет на совокупное богатство акционеров.¹ Основным аргумент, приводимый основоположником данной теории М. Гордоном, состоит в том, что инвесторы (исходя из принципа минимизации риска) предпочитают текущие дивиденды возможным будущим

¹ Так, в 1990 г. Нью-Йоркская фондовая биржа опубликовала список компаний, которые выплатили в целом более \$100 млрд в форме дивидендов наличными деньгами. Однако из этого списка 25% компаний вообще не выплачивали дивидендов. См.: *Росс С., Вестерфилд Р., Джордан Б. Основы корпоративных финансов / Пер. с англ. — М.: Лаборатория базовых знаний, 2000. С. 486.*

доходам от прироста курсовой стоимости акций. В соответствии с этой теорией максимизация дивидендных выплат предпочтительнее, чем капитализация прибыли. Кроме того, текущие дивидендные выплаты понижают уровень неопределенности инвесторов относительно выгодности инвестирования в акции данной корпорации. Таким образом, их устраивает меньшая норма дохода на вложенный капитал, что приводит к росту рыночной стоимости акционерного капитала. Напротив, если дивиденды не выплачивают, то неопределенность возрастает, повышается необходимая акционерам норма дохода, что приводит к снижению рыночной оценки акционерного капитала.

Оппоненты данной теории утверждают, что полученный в форме дивиденда доход все равно инвестируют затем в акции своей или аналогичной компании, что не позволяет использовать фактор риска как аргумент в пользу той или иной дивидендной политики. Фактор риска определяется менталитетом акционеров (их склонностью к риску или нежеланием рисковать своими сбережениями).

Теория минимизации дивидендов (или «теория налоговых предпочтений») заключается в том, что эффективность дивидендной политики определяется критерием минимизации налоговых выплат по текущим и будущим доходам акционеров. Поскольку налогообложение текущих доходов в форме дивидендов всегда выше, чем предстоящих поступлений (с учетом изменения стоимости денег во времени, налоговых льгот на реинвестируемую прибыль и др.), дивидендная политика должна обеспечивать минимизацию дивидендных выплат и соответственно максимизацию капитализируемой прибыли. Это обеспечивает наибольшую налоговую защиту дохода собственников. Однако такой подход может не устраивать многочисленных мелких акционеров с низким уровнем доходов, которым необходимы текущие поступления дивидендов.

Сигнальная теория дивидендов («теория сигналов») базируется на том, что в основных моделях оценки текущей рыночной стоимости акций в качестве исходного элемента используют размер выплачиваемых по ним дивидендов. Таким образом, рост уровня дивидендных выплат автоматически повышает котировку акций на фондовом рынке. При продаже таких акций акционеры получают дополнительный доход. Кроме того, выплата высоких дивидендов свидетельствует о том, что корпорация находится на подъеме и ожидается существенный рост прибыли в будущем периоде. Данная модель связана с равнодоступностью информации для всех участников фондового рынка, что оказывает существенное влияние на колебание рыночной стоимости акций.

Разработаны и другие теории, определяющие дивидендную политику корпорации («арбитражная теория» С. Росса и др.). Они представлены в переводной литературе, посвященной вопросам финансового менеджмента и корпоративных финансов.

Зарубежные корпорации часто осуществляют компромиссную дивидендную политику. Использование такой политики преследует следующие цели:

- предотвратить снижение числа проектов с положительной величиной чистого приведенного эффекта для выплаты дивидендов;
- не допустить уменьшения суммы выплачиваемых дивидендов;
- избежать необходимости продавать собственные акции;

- поддерживать приемлемое соотношение между заемным и акционерным капиталом;
- сохранить запланированный уровень дивидендных выплат.

В соответствии с компромиссной дивидендной политикой отношение долга к акционерному капиталу следует рассматривать в качестве приоритетной цели акционерной компании. Данное соотношение может изменяться за короткий промежуток времени, если необходимо предотвратить снижение дивидендных выплат или продажи акций.

Многие финансовые директора корпораций относятся к дивидендам как части дохода и полагают, что инвесторы вправе получить определенную его долю. Эта часть дохода является долговременным запланированным объемом выплат из чистой прибыли корпорации, которую она собирается перечислить акционерам в форме дивидендов. В широком диапазоне времени рост прибыли должен сопровождаться увеличением дивидендов, но только с некоторым отставанием.

Рассмотренные теории взаимодополняемы и заключаются в обеспечении:

- максимизации совокупного достояния акционеров;
- достаточного финансирования текущей и инвестиционной деятельности.

Практическое применение указанных теорий позволило сформировать три подхода к выбору дивидендной политики корпорации: агрессивный, умеренный и консервативный. Каждому из этих подходов соответствует определенный тип дивидендной политики (табл. 3.2).

Таблица 3.2
Основные подходы к выбору дивидендной политики

Наименование подхода	Тип дивидендной политики
1. Агрессивный	Соблюдение постоянства дивидендных выплат в течение длительного периода вне зависимости от динамики курса акций
2. Умеренный	Постоянное процентное распределение чистой прибыли на выплату дивидендов и развитие производства
3. Консервативный	Обеспечение гарантированного минимума и «экстра-дивидендов». Выдача акций вместо денежных выплат

При определении дивидендной политики необходимо учитывать, что классическая формула «курс акций прямо пропорционален дивиденду и обратно пропорционален процентной ставке по альтернативным вложениям капитала», на практике применима не во всех случаях. Инвесторы могут высоко оценить акции корпорации даже без выплаты дивидендов, если они правильно информированы о перспективах ее развития, причинах снижения их выплаты или их невыплаты и направлениях реинвестирования чистой прибыли. Западные финансисты полагают, что доля дивидендных выплат в устойчиво работающих компаниях должна составлять не более 30–40%, в то время как остальная часть чистой прибыли (70–60%) может направляться на цели развития.

Согласно Федеральному закону «Об акционерных обществах» от 07.08.2001 г., установлено, что дивиденды начисляют только один раз в год. Их выплачивают из чистой прибыли общества, а по привилегированным акциям определенных

типов — за счет специально создаваемых для этого фондов. Решение о выплате годовых дивидендов, их размере и форме выплаты принимает общее собрание акционеров. Размер годовых дивидендов не может быть выше рекомендованного советом директоров общества. Срок выплаты годовых дивидендов фиксируют в уставе общества или определяют решением общего собрания акционеров. Однако предельный срок их выплаты не должен превышать двух месяцев со дня принятия решения о выплате годовых дивидендов. Список лиц, имеющих право на получение дивидендов, составляют на дату подготовки списка лиц, имеющих право участвовать в годовом общем собрании акционеров. Для составления списка лиц, которые имеют право на получение годовых дивидендов, номинальный держатель акций представляет сведения о лицах, в интересах которых он владеет акциями.

Следует отметить, что принятие решения о выплате дивидендов и об их размерах в значительной мере зависит от стадии жизненного цикла компании. Например, если дирекция намеряет осуществить масштабную программу реконструкции действующего производства, источником финансирования которой является доход от дополнительной эмиссии акций, то такой эмиссии должен предшествовать длительный период выплаты высоких дивидендов. Только в таком случае может быть гарантирован высокий курс акций и соответственно устойчивый доход от их размещения.

Общество не вправе принимать решение (объявлять) о выплате дивидендов по акциям:

- до полной оплаты всего уставного капитала;
- до выкупа всех акций, которые должны быть приобретены у акционеров в соответствии с Федеральным законом «Об акционерных обществах»;
- если в день принятия такого решения оно отвечает признакам несостоятельности (банкротства) в соответствии с законодательством РФ о несостоятельности (банкротстве) или если указанные признаки появятся у общества в результате выплаты дивидендов;
- в иных случаях, предусмотренных законодательством РФ.

Общество не может принять решение (объявить) о выплате дивидендов по обыкновенным и привилегированным акциям, размер дивиденда по которым не определен, если не принято решение о выплате в полном размере дивидендов (в том числе о полной выплате всех накопленных дивидендов по кумулятивным привилегированным акциям) по всем типам привилегированных акций, которые предоставляют преимущества в очередности получения дивидендов перед привилегированными акциями этого типа.

Общество не может выплачивать объявленные дивиденды по акциям:

- если на день оплаты оно отвечает признакам несостоятельности (банкротства) или если указанные признаки появятся у общества в результате выплаты дивидендов;
- если на день выплаты стоимость чистых активов общества ниже суммы его уставного капитала, резервного капитала и превышения над номинальной стоимостью, зафиксированной в уставе ликвидационной стоимости разме-

ценных привилегированных акций, либо станет меньше указанной суммы в результате выплаты дивидендов;

- в иных случаях, предусмотренных федеральным законодательством.

При прекращении перечисленных обстоятельств общество обязано выплатить акционерам объявленные дивиденды. Выбранный акционерным обществом тип дивидендной политики характеризуется динамикой показателей, рассчитываемых по формуле:

$$K_{\text{од}} = \frac{D_{\text{oa}}}{\text{ЧП}_{\text{oa}}}; \quad K_{\text{он}} = \frac{\text{ЧП}_{\text{oa}}}{D_{\text{oa}}}, \quad (3.21)$$

где $K_{\text{од}}$ — коэффициент выплаты дивидендов (доля дивидендных выплат в чистой прибыли, приходящейся на одну обыкновенную акцию); D_{oa} — дивиденд, приходящийся на одну обыкновенную акцию; ЧП_{oa} — чистая прибыль, приходящаяся на одну обыкновенную акцию; $K_{\text{он}}$ — коэффициент дивидендного покрытия, который показывает в потенциале, сколько раз в течение года может быть выплачен дивиденд из чистой прибыли, приходящийся на одну обыкновенную акцию.

Завершающим этапом формирования и реализации дивидендной политики служит выбор формы выплаты дивидендов. Основными из таких форм являются следующие.

1. Выплата дивидендов наличными деньгами. Это самая простая и распространенная форма дивидендных выплат, имеющая ряд разновидностей:
 - ♦ регулярные дивиденды наличными деньгами;
 - ♦ дополнительные дивиденды;
 - ♦ специальные дивиденды;
 - ♦ ликвидационные дивиденды.
2. Выплата дивидендов акциями. Данная форма предусматривает предоставление акционерам вновь эмитированных акций на сумму дивидендов. Такая форма представляет интерес для акционеров, которые заинтересованы в росте стоимости акционерного капитала в будущем периоде. Акционеры, предпочитающие текущий доход, вправе продать дополнительные акции на фондовом рынке. Способ выплаты дивидендов акциями облегчает решение проблемы ликвидности акционерного общества при неустойчивом финансовом положении. Кроме того, всю чистую прибыль направляют на цели развития. Появляется возможность стимулировать высший управленческий персонал корпорации наделением акций. В данном случае расчет делается на то, что большинство акционеров устроит получение акций, если они достаточно ликвидны, чтобы в любой момент трансформироваться в денежную наличность.
3. Автоматическое реинвестирование предоставляет акционерам право самостоятельного выбора — получить дивиденды наличными деньгами или вложить их в дополнительные акции.
4. Выкуп акционерным обществом собственных акций рассматривают как одну из форм реинвестирования дивидендов. В этом случае общество приобретает на фондовом рынке часть свободно обращающихся акций. Это позволяет

автоматически повысить размер чистой прибыли, приходящейся на каждую оставшуюся акцию, и увеличить коэффициент выплаты дивидендов в предстоящем периоде.

Западные корпорации нередко используют процедуру обратного сплита, т. е. выпуск акций большого номинала, вследствие чего сокращается количество имеющих в обращении акций. В случае обратного сплита один к трем каждый инвестор меняет три прежние акции на одну новую. В результате номинальная стоимость акции утраивается. Для проведения процедуры обратного сплита предлагают три обоснования:

- снижаются транзакционные издержки у акционеров;
- может повыситься ликвидность и реализуемость акций компании, когда их цена будет доведена до пределов торгового диапазона;
- акции, которые продаются ниже определенного уровня, не будут котироваться на фондовом рынке, т. е. инвесторы могут недооценить прибыльность и стабильность компании.

Процедура обратного сплита является противоположностью операции по дроблению акций. Дробление акций выражает увеличение имеющихся в обращении акций корпорации без изменения величины акционерного капитала собственников. Дробление акций и дивиденды в форме акций оказывают практически одинаковое воздействие на компанию и ее акционеров, так как увеличивают количество находящихся в обращении акций и снижают стоимость каждой из них.

Подобные операции осуществляют с учетом деловой ситуации, которая складывается у корпорации на фондовом рынке.

Выводы

1. Финансовый директор корпорации дает рекомендации совету директоров (наблюдательному совету) по вопросу использования чистой прибыли на выплату дивидендов или на расширение производства, а также указания о том, в какой пропорции осуществлять эти вложения.
2. Корпорация вправе использовать чистую прибыль по двум направлениям:
 - ◆ вложить часть чистой прибыли в производство или ценные бумаги других эмитентов для увеличения акционерного капитала и получения доходов по ним;
 - ◆ выплатить большую часть чистой прибыли акционерам в форме дивидендов.За обоснованность таких решений ответственность несет финансовый директор.
3. Финансовый директор может определить:
 - ◆ какие денежные средства необходимы акционерной компании для финансирования расширения производства;
 - ◆ из каких источников можно получить эти денежные средства наиболее экономным путем;
 - ◆ каким будет финансовое состояние корпорации на различных этапах ее развития.

Данная работа должна быть выполнена до определения дивидендной и инвестиционной политики, образования резервов и налогообложения.

Таким образом, дивидендная политика акционерной компании неразрывно связана с другими аспектами ее финансово-хозяйственной деятельности.

3.6. Критерии измерения эффективности собственного капитала

Для оценки эффективности использования собственного капитала применяют систему показателей, характеризующих финансовую устойчивость, доходность и деловую активность предприятия (корпорации).

В состав измерителей финансовой устойчивости включают следующее.

1. Коэффициент автономии K_a :

$$K_a = \frac{СК}{K}, \quad (3.22)$$

где $СК$ — собственный капитал на последнюю отчетную дату; K — общий объем капитала на последнюю отчетную дату по пассиву баланса.

Рекомендуемое значение показателя более 0,5 (или свыше 50%).

2. Собственный капитал в обороте предприятия $СК_{об}$:

$$СК_{об} = СК - BOA, \quad (3.23)$$

где BOA — внеоборотные активы на последнюю отчетную дату по бухгалтерскому балансу. Наличие собственного капитала в обороте (собственных оборотных средств) — важный измеритель финансовой стабильности предприятия. Отсутствие собственного капитала в его обороте свидетельствует о том, что все оборотные средства хозяйствующего субъекта, а также часть внеоборотных активов (в случае отрицательного значения показателя) образованы за счет заемных источников.

3. Коэффициент устойчивого экономического роста K_{yep} :

$$K_{yep} = \frac{P_{чп}}{СК}, \quad (3.24)$$

где $P_{чп}$ — реинvestированная чистая прибыль за период (чистая прибыль, направленная на финансирование внеоборотных активов); $СК$ — средняя за период стоимость собственного капитала.

4. Коэффициент структуры собственного капитала K_c :

$$K_c = \text{инвестированный капитал} / \text{накопленная прибыль}, \quad (3.25)$$

где инвестированный капитал = уставный капитал + добавочный капитал; накопленная прибыль = резервный капитал + нераспределенная прибыль.

К показателям рентабельности собственного капитала относятся:

$$P_{ск} = \frac{ЧП}{СК} \times 100; P_{ак} = \frac{ЧП}{АК} \times 100; P_{чд} = \frac{ЧП}{ЧА} \times 100, \quad (3.26)$$

где $P_{ск}$ — рентабельность собственного капитала, %; $ЧП$ — чистая прибыль за расчетный период; $СК$ — средняя стоимость собственного капитала за расчетный

период; $P_{ак}$ — рентабельность акционерного капитала; \overline{AK} — средняя за расчетный период стоимость акционерного капитала; $P_{иа}$ — рентабельность чистых активов, %; \overline{CA} — средняя стоимость чистых активов за расчетный период.

Для оценки рентабельности собственного капитала и факторов, повлиявших на ее величину в отчетном периоде по сравнению с базисным, используют трехфакторную модель Дюпона:

$$P_{ск} = \frac{ЧП}{BP} \times \frac{BP}{A} \times \frac{\overline{A}}{СК} \times 100, \quad (3.27)$$

где BP — выручка (нетто) от продажи товаров (продукции, работ, услуг); \overline{A} — средняя за расчетный период стоимость активов (имущества); $ЧП$ — чистая прибыль за расчетный период; $СК$ — средняя за расчетный период стоимость собственного капитала.

Данная формула позволяет установить, какие факторы в наибольшей степени повлияли на колебание доходности собственного капитала, и выяснить, в чем причины данного изменения:

- в колебаниях рентабельности продаж ($ЧП/BP$);
- в колебаниях оборачиваемости активов (BP/A);
- в колебаниях структуры капитала ($A/СК$);
- или в сопряженном воздействии указанных факторов.

Пример. Данные за первое полугодие отчетного года по открытому акционерному обществу (ОАО):

- чистая прибыль — 14,0 млн руб.;
- выручка (нетто) от реализации — 92,0 млн руб.;
- активы — 184,0 млн руб.;
- собственный капитал — 46,0 млн руб.

Данные за второе полугодие отчетного года:

- чистая прибыль — 16,5 млн руб.;
- выручка (нетто) от реализации — 95,0 млн руб.;
- активы — 186,0 млн руб.;
- собственный капитал — 47,0 млн руб.

$$P_{скI} = \frac{14,0}{92,0} \times \frac{92,0}{184,0} \times \frac{184,0}{46,0} \times 100 = 30,44\%;$$

$$P_{скII} = \frac{16,5}{95,0} \times \frac{95,0}{186,0} \times \frac{186,0}{47,0} \times 100 = 35,06\%.$$

1. В результате роста чистой прибыли получен прирост рентабельности собственного капитала на 4,3% (34,74 — 30,44):

$$\frac{16,5}{186,0} \times \frac{92,0}{184,0} \times \frac{184,0}{46,0} = 34,74\%.$$

2. В результате ускорения оборачиваемости активов достигнут прирост рентабельности собственного капитала на 0,62% (31,06 — 30,44):

$$\frac{14,0}{92,0} \times \frac{95,0}{186,0} \times \frac{184,0}{46,0} \times 100 = 31,06\%.$$

3. В результате ухудшения структуры капитала получено снижение рентабельности собственного капитала на $-0,3\%$ ($30,14 - 30,44$).

$$\frac{14,0}{92,0} \times \frac{92,0}{184,0} \times \frac{186,0}{47,0} \times 100 = 30,14\%.$$

4. Сопряженное воздействие трех факторов равно: $4,3 + 0,62 - 0,3 = 4,62\%$.
Для расчета использован способ цепных подстановок.

Оборачиваемость собственного капитала выражают коэффициентом оборачиваемости и продолжительностью одного оборота в днях:

$$KO_{ск} = \frac{BP}{СК}; \quad KO_{ак} = \frac{BP}{АК}; \quad KO_{ча} = \frac{BP}{ЧА}; \quad (3.28)$$

$$ПО_{ск} = \frac{Д}{KO_{ск}}; \quad ПО_{ак} = \frac{Д}{KO_{ак}}; \quad ПО_{ча} = \frac{Д}{KO_{ча}}, \quad (3.29)$$

где $KO_{ск}$, $KO_{ак}$, $KO_{ча}$ — коэффициенты оборачиваемости собственного капитала, акционерного капитала и чистых активов, число оборотов; $ПО_{ск}$, $ПО_{ак}$, $ПО_{ча}$ — продолжительность одного оборота собственного капитала, акционерного капитала и чистых активов, дни; BP — выручка (нетто) от реализации (продукции, работ, услуг) в рыночных ценах; $Д$ — число дней в расчетном периоде (год — 365 дней, квартал — 90 дней).

Категория «собственный капитал» тесно связана с понятием «чистые активы» акционерного общества. Чистые активы хозяйственного товарищества или общества не могут быть ниже величины уставного (складочного) капитала:¹

$$\text{чистые активы} = \text{активы, принимаемые к расчету} - \text{пассивы, принимаемые к расчету}. \quad (3.30)$$

В состав активов, принимаемых к расчету, входят:

- внеоборотные активы, показываемые в первом разделе бухгалтерского баланса, т. е. нематериальные активы, основные средства, незавершенное строительство, доходные вложения в материальные ценности, прочие внеоборотные активы, включая сумму отложенных налоговых активов;
- оборотные активы, отраженные во втором разделе бухгалтерского баланса (запасы, налог на добавленную стоимость по приобретенным ценностям, дебиторская задолженность, краткосрочные финансовые вложения, денежные средства и прочие оборотные активы), за исключением стоимости в сумме фактических затрат на выкуп собственных акций, приобретенных акционерным обществом у акционеров для их последующей перепродажи или аннулирования, и задолженности участников (учредителей) по взносам в уставный капитал.

¹ Приказ Минфина РФ № 10н и ФК ЦБ РФ № 03–6/ПЗ от 29.01.2003 г. «Об утверждении порядка оценки стоимости чистых активов акционерных обществ».

В состав пассивов, принимаемых к расчету, включают:

- долгосрочные обязательства по займам и кредитам и прочие долгосрочные обязательства, включая величину отложенных налоговых обязательств;
- краткосрочные обязательства по займам и кредитам;
- кредиторскую задолженность;
- задолженность участникам (учредителям) по выплате доходов;
- резервы предстоящих расходов;
- прочие краткосрочные обязательства (включая суммы созданных резервов в связи с условными обязательствами и с прекращением деятельности).

Расчет стоимости чистых активов по ОАО приведен в табл. 3.3. Из ее данных следует, что чистые активы акционерного общества значительно превышают величину уставного капитала, что соответствует требованиям Федерального закона «Об акционерных обществах» от 07.08.2001 г. № 120-ФЗ (ст. 28, 35, 43, 73). Кроме того, данный показатель (чистые активы) объективно способствует сохранению собственного капитала акционерной компании. Нет сомнения в том, что указанный правовой акт является единственным документом, где сформулирована концепция поддержания капитала на базе понятия чистых активов, стоимость которых представляет собой бухгалтерскую стоимость активов за вычетом обязательств.

Таблица 3.3
Расчет чистых активов по промышленной акционерной компании, млн руб.

Наименование показателя	На начало отчетного года	На конец отчетного периода
I. Активы		
1. Нематериальные активы	6,9	7,2
2. Основные средства	981,8	992,2
3. Незавершенное строительство	275,7	161,9
4. Доходные вложения в материальные ценности	–	–
5. Долгосрочные и краткосрочные финансовые вложения	464,1	293,3
6. Прочие внеоборотные активы	1,4	2,4
7. Запасы	736,5	871,3
8. Налог на добавленную стоимость по приобретенным ценностям	49,5	52,2
9. Дебиторская задолженность	555,0	637,4
10. Денежные средства	73,8	37,5
11. Прочие оборотные активы	–	–
12. Итого активы, принимаемые к расчету (сумма данных пунктов 1–11)	3144,7	3055,4
II. Пассивы		
13. Долгосрочные обязательства по займам и кредитам	337,5	1186,5
14. Прочие долгосрочные обязательства	28,8	21,7
15. Краткосрочные обязательства по займам и кредитам	1195,3	514,2

Окончание табл. 3.3

Наименование показателя	На начало отчетного года	На конец отчетного периода
16. Кредиторская задолженность	707,9	452,9
17. Задолженность участникам (учредителям) по выплате доходов	1,6	2,0
18. Резервы предстоящих расходов	–	–
19. Прочие краткосрочные обязательства	–	–
20. Итого пассивы, принимаемые к расчету (сумма данных пунктов 13–19)	2271,1	2177,3
21. Стоимость чистых активов (итого активы, принимаемые к расчету (стр. 12), минус итога пассивы, принимаемые к расчету (стр. 20))	873,6	878,1
Справочно: 1. Отношение чистых активов к уставному капиталу, %	117,4	118,0
2. Отношение чистых активов к собственному капиталу, %	100,76	100,85
3. Превышение чистых активов над собственным капиталом за счет присоединения к величине чистых активов суммы доходов будущих периодов, млн руб.	6,6	7,4

Оценку стоимости чистых активов осуществляют ежеквартально и в конце года на соответствующие отчетные даты. Информацию о стоимости чистых активов раскрывают в промежуточной и годовой бухгалтерской отчетности (в отчете об изменениях капитала — форма № 3).

Приведенные показатели анализируют за ряд периодов (кварталов, лет) и делают выводы об эффективности использования собственного капитала. Результаты анализа доводятся финансовой (бухгалтерской) службой до правления акционерного общества для принятия управленческих решений.

В заключение отметим, что собственный капитал служит источником покрытия внеоборотных активов и образования собственных оборотных средств акционерного общества. Они необходимы для поддержания его постоянной платежеспособности в течение отчетного периода.

По прогнозному балансу активов и пассивов (бюджету по балансовому листу) определяют планируемую величину собственных оборотных средств на конец предстоящего периода (квартала, года), т. е. прогнозируют будущую платежеспособность акционерной компании, а также величину прироста этих средств и источники его покрытия.

Глава 4

ПРИНЯТИЕ РЕШЕНИЙ О ПРИВЛЕЧЕНИИ ЗАЕМНОГО КАПИТАЛА

4.1. Состав и структура заемного капитала как база для принятия решений о его привлечении

Заемный капитал характеризует привлекаемые на платной и возвратной основе денежные средства, предназначенные для финансирования текущей и инвестиционной деятельности предприятия (корпорации). Его систематизируют по видам и срокам использования, а также по другим признакам.

По видам заемный капитал классифицируют на:

- финансовый кредит, полученный от банков;
- финансовый кредит, полученный от других организаций;
- эмиссию корпоративных облигаций;
- товарный (коммерческий) кредит, полученный от контрагентов, который часто сопровождается движением векселей;
- внутреннюю кредиторскую задолженность по расчетным операциям.

Соотношение между этими элементами представляет собой структуру заемного капитала.

Все его формы выражают финансовые обязательства, подлежащие погашению в установленные сроки.

По срокам использования в хозяйственном обороте заемный капитал систематизируют на:

- краткосрочные займы и кредиты;
- долгосрочные займы и кредиты;
- кредиторскую задолженность (в форме привлеченных средств с различными сроками погашения).

Краткосрочные займы и кредиты служат источником покрытия оборотных активов. Предоплату рассматривают как беспроцентный кредит поставщикам, который часто становится причиной неплатежей в хозяйстве. Западные корпорации редко применяют данный вид оплаты товаров (услуг).

Задолженность предприятия-заемщика заимодавцу по полученным займам и кредитам в бухгалтерском учете разделяют на краткосрочную и долгосрочную. Задолженность может быть срочной и просроченной.

Краткосрочной считают задолженность по полученным займам и кредитам, срок погашения которой, согласно условиям договора, не превышает 12 месяцев.

К долгосрочной относят задолженность по полученным займам и кредитам, срок погашения которой по условиям договора превышает 12 месяцев.

Срочной считают задолженность по полученным займам и кредитам, срок погашения которой по условиям договора не наступил или продлен (продлонгирован) в установленном порядке.

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

Исходя из учетной политики заемщик вправе осуществлять перевод долгосрочной задолженности в краткосрочную или учитывать находящиеся в его распоряжении заемные средства, срок погашения которых по договору займа или кредита превышает 12 месяцев, до истечения указанного срока в составе долгосрочной задолженности. При выборе первого варианта перевод долгосрочной задолженности по полученным займам и кредитам в краткосрочную заемщик производит в момент, когда по условиям кредитного договора до возврата основной суммы долга остается один год. Заемщик обязан по истечении срока платежа перевести срочную задолженность в просроченную. Такой перевод заемщик осуществляет в день, следующий за днем, когда по условиям договора займа или кредита он должен возвратить основную сумму долга. Акционерным компаниям предоставлено право осуществлять привлечение заемных средств путем выдачи векселей, выпуска и продажи корпоративных облигаций, которые называют выданными заемными обязательствами.

Задолженность по предоставленному займу или кредиту, полученному или выраженному в иностранной валюте (в условных денежных единицах), заемщик учитывает в рублевой оценке по курсу Центрального банка РФ, действовавшему на дату фактического совершения кредитной операции, а при отсутствии курса Центрального банка РФ — по курсу, определенному по согласованию сторон.

Возврат заемщиком полученного от банка кредита отражают в бухгалтерском учете как уменьшение (погашение) его кредиторской задолженности. Затраты, связанные с получением и использованием кредитов, включают проценты, причитающиеся к оплате банкам-кредиторам. Затраты по полученным кредитам признают расходами того периода, в котором они произведены. Заемщик учитывает их в составе операционных расходов. В случае, если предприятие использует средства полученных займов и кредитов для осуществления предварительной оплаты материально-производственных запасов, работ, услуг или выдачи авансов и задатков в счет их оплаты, то расходы по их обслуживанию заемщик относит на увеличение дебиторской задолженности, образовавшейся в связи с предварительной оплатой поставок или выдачей авансов и задатков на указанные выше цели. При поступлении предприятию-заемщику материально-производственных запасов, иных ценностей, выполнении работ и оказании услуг дальнейшее начисление процентов и осуществление других расходов, связанных с обслуживанием полученных займов и кредитов, показывают в бухгалтерском учете в общем порядке — с отнесением их на операционные расходы организации-заемщика.

Краткосрочные займы и кредиты отражают в бухгалтерском балансе как краткосрочные обязательства, которые формируют оборотные активы заемщика. Сум-

му задолженности по полученным займам и кредитам отражают с учетом причитающихся на конец отчетного периода к уплате процентов. Суммы полученных предприятием-заемщиком краткосрочных займов и кредитов показывают по кредиту счета 66 «Расчеты по краткосрочным кредитам и займам» и дебету счетов 50 «Касса», 51 «Расчетные счета», 52 «Валютные счета», 55 «Специальные счета в банках», 60 «Расчеты с поставщиками и подрядчиками» и др. Причитающиеся по полученным займам и кредитам к уплате показывают по кредиту счета 66 «Расчеты по краткосрочным кредитам и займам» и дебету счета 91 «Прочие доходы и расходы». Начисленные суммы процентов учитывают обособленно. Аналитический учет краткосрочных займов и кредитов ведут по их видам, кредитным организациям и другим заимодавцам, предоставляющим заемные средства.

Долгосрочный привлеченный капитал (в форме займов и кредитов) направляют, как правило, на финансирование внеоборотных активов. К внеоборотным (инвестиционным) активам относят объекты основных средств, имущественные комплексы и другие аналогичные активы, требующие больших затрат на приобретение и/или строительство. Указанные объекты, приобретаемые непосредственно для перепродажи, учитывают как товары и к инвестиционным активам не относят. Затраты по полученным займам и кредитам, непосредственно относящиеся к приобретению и/или строительству инвестиционного актива, включают в его стоимость и погашают посредством начисления амортизации, кроме случаев, когда правилами бухгалтерского учета начисление амортизации актива не предусмотрено.

Затраты по полученным займам и кредитам, непосредственно связанные с приобретением и/или строительством инвестиционного актива, включают в первоначальную стоимость данного актива при условии возможного получения предприятием в будущем экономических выгод или в случае, когда наличие такого актива необходимо для управленческих нужд организации.

Затраты по полученным займам и кредитам, связанные с приобретением инвестиционного актива, понижают на величину дохода от временного использования заемных средств в качестве долгосрочных и краткосрочных финансовых вложений. Данные вложения заемных средств можно осуществлять только в случае снижения затрат, непосредственно связанных с финансированием инвестиционного актива, например с понижением цен на строительные материалы и оборудование, задержкой выполнения отдельных видов (этапов) работ субподрядчиками и другими идентичными причинами. Снижение затрат по займам на величину дохода должно быть подтверждено соответствующим расчетом фактического наличия указанного дохода.

Включение затрат по полученным займам и кредитам в первоначальную стоимость инвестиционного актива осуществляют в связи с:

- возникновением расходов по приобретению и (или) строительству этого актива;
- фактическим началом работ, связанных с созданием инвестиционного актива;
- наличием реальных затрат по займам и кредитам или обязательств по их осуществлению.

В случае приостановки работ, связанных со строительством инвестиционного актива, в течение срока, который превышает три месяца, включение затрат по по-

лученным займам и кредитам, привлеченным для создания указанного актива, приостанавливают. В данном случае затраты по займам относят на операционные расходы предприятия. Не считают прекращением работ по формированию инвестиционного актива период, в течение которого осуществляют дополнительное согласование возникших в процессе строительства объекта технических и/или организационных вопросов.

Включение затрат по полученным займам и кредитам в первоначальную стоимость инвестиционного актива прекращают с первого числа месяца, следующего за месяцем принятия данного актива к бухгалтерскому учету в качестве объекта основных средств или имущественного комплекса. Если инвестиционный актив не принят к бухгалтерскому учету в качестве объекта основных средств или имущественного комплекса (по соответствующим статьям активов), но на нем начат фактический выпуск продукции (оказание услуг), то включение затрат по полученным займам и кредитам в первоначальную стоимость этого актива приостанавливают с первого числа месяца, следующего за месяцем фактического начала эксплуатации.

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

Обязательства признают в балансе при наличии следующих условий:

- они могут быть достоверно измерены;
- ожидают отток денежных ресурсов в связи с выполнением обязательств;
- они являются результатом прошлых или текущих событий;
- существует уверенность в будущих потерях, связанных с наличием обязательств.

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

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

Займы и кредиты, не оплаченные в срок, учитывают обособленно. Аналитический учет займов и кредитов долгосрочного характера осуществляют по их видам, кредитным организациям и другим заимодавцам, предоставившим их.

В состав информации об учетной политике предприятия необходимо включить сведения:

- о переводе долгосрочной задолженности в краткосрочную;
- о составе и порядке списания дополнительных затрат;
- о выборе способов начисления и распределения причитающихся доходов по заемным обязательствам;
- о порядке учета доходов от временного вложения заемных средств.

В бухгалтерской отчетности предприятия отражают следующие данные:

- о наличии и изменении величины задолженности по основным видам займов и кредитов;
- о сроках погашения основных видов заемных средств;
- о сумме затрат по займам и кредитам включенным в операционные расходы и в стоимость инвестиционных активов;
- о величине средневзвешенной ставки займов и кредитов (в случае ее применения).

Средневзвешенную ставку затрат (ССЗ), предназначенных на общие цели, устанавливают по формуле:

$$\text{ССЗ} = \frac{\text{средневзвешенная сумма займов и кредитов, непогашенных в отчетном периоде} - \text{средневзвешенная сумма займов и кредитов для финансирования приобретения инвестиционных активов}}{\text{общая сумма затрат, связанных с использованием займов и кредитов в отчетном периоде} - \text{сумма затрат по займам и кредитам для финансирования приобретения инвестиционных активов}} \quad (4.1)$$

Расчет средневзвешенной ставки затрат по займам и кредитам и сумм, подлежащих включению в первоначальную стоимость инвестиционных активов по ОАО, представлен в табл. 4.1.

Для ее составления необходимо учесть следующие условия:

- чтобы определить средневзвешенную сумму займов и кредитов, не погашенных в течение отчетного периода, суммируют остатки непогашенных займов и кредитов на первое число каждого месяца и делят полученную сумму на число месяцев в отчетном периоде;
- расходы, подлежащие включению в первоначальную стоимость инвестиционных активов в части затрат, связанных с использованием займов и кредитов, предназначенных на общие цели, распределяют между объектами основных средств и имущественных комплексов пропорционально стоимости использованных на эти цели займов и кредитов общего назначения.

По сравнению с финансированием через займы, привлекаемые с фондового рынка (эмиссия корпоративных облигаций), использование долгосрочных кредитов обеспечивает заемщику следующие преимущества:

Таблица 4.1

Расчет средневзвешенной ставки затрат по кредитам и займам и сумм, подлежащих включению в первоначальную стоимость инвестиционных активов по ОАО

Наименование показателя	Величина показателя
1. Средневзвешенная сумма кредитов и займов, не погашенных в течение отчетного периода, млн руб.	54,0
В том числе предназначенных для финансирования приобретения инвестиционных активов	44,4
2. Остаток неиспользованных кредитов и займов на начало отчетного периода	9,6
В том числе предназначенных для приобретения инвестиционных активов	7,2
3. Получено кредитов и займов в течение отчетного периода	30,0
В том числе предназначенных для приобретения инвестиционных активов	20,4
4. Фактически израсходовано (использовано) в течение отчетного периода кредитов и займов на приобретение инвестиционных активов	28,8
Из них за счет заемных средств, предназначенных на общие цели [28,8 – (20,4 + 7,2)]	1,2
5. Общая сумма затрат, связанных с использованием кредитов и займов в отчетном периоде, млн руб.	1,08
В том числе по кредитам и займам, предназначенным на инвестиционные цели	0,84
6. Средневзвешенная ставка по кредитам и займам, предназначенным на общие цели $[(1,08 - 0,84)/(54,0 - 44,4)] \times 100\%$	2,5
7. Сумма затрат по кредитам и займам, подлежащим включению в первоначальную стоимость приобретения инвестиционных активов $[0,84 \times 2,5/100 + 0,84]$, млн руб.	0,86

- отпадают расходы на печатание документарных эмиссионных ценных бумаг, их размещение, оплату услуг посредников (дилеров);
- правовые отношения между заемщиком и банком (кредитором) известны ограниченному кругу лиц;
- условия предоставления кредита партнеры определяют по каждой кредитной сделке (объем и срок кредита, процентную ставку, права и ответственность сторон и др.);
- снижается срок между подачей заявки и получением кредита от банка по сравнению с поступлением средств с фондового рынка;
- уровень финансовой ответственности предприятия за своевременную выплату процентов и суммы основного долга по кредиту значительно ниже, чем по облигационному займу; в последнем случае взыскание этих сумм при значительной просрочке платежей реализуют через процедуру банкротства.

Многообразие источников и условий представления заемного капитала в форме банковских кредитов предполагает необходимость сравнительной оценки эффективности формирования заемных средств. Основу такой оценки составляет расчет стоимости заемного капитала в разрезе его элементов.

4.2. Оценка стоимости привлечения заемного капитала в форме банковского кредита

Оценку стоимости заемного капитала осуществляют в связи с необходимостью выбора наиболее дешевых источников финансирования компании на рынке капитала.

Данная оценка заемного капитала имеет ряд особенностей, главными из которых являются следующие.

1. **Сравнительная простота формирования базовой оценки стоимости заемных средств.** Базовым показателем, который в последующем подвергают корректировке, служит стоимость обслуживания долга в форме процента за банковский кредит. Этот показатель предусматривают в кредитном договоре между предприятием-заемщиком и банком. Исходя из форм функционирования отдельных кредитных инструментов на финансовом рынке ставка процента может иметь на нем различные виды: кредитный процент, депозитный процент, межбанковский процент и др. Будучи отличными по своему уровню (например, банковский процент по рублевым и валютным кредитам), эти виды процента за кредит имеют единую экономическую природу, выражая цену кредитных ресурсов. Однако в составе данных видов цен на кредитные ресурсы приоритетную роль играет учетная ставка Центрального банка России. Она выражает цену кредитных ресурсов, по которой коммерческие банки могут заимствовать недостающие им денежные средства у Центрального банка РФ. Учетную ставку устанавливает Центральный банк РФ исходя из денежно-кредитной политики государства на предстоящий год.

Процентная ставка, по которой коммерческие банки предоставляют кредиты хозяйствующим субъектам, как правило, отличается от учетной ставки Центрального банка России, определяется соотношением спроса и предложения на кредитные ресурсы, прогнозируемым темпом инфляции, уровнем кредитного риска, собственной кредитной политикой каждого банка и другими факторами.

Исходя из перечисленных факторов ставку процента по банковскому кредиту определяют по следующей общепринятой формуле:

$$СП_{\text{бк}} = УС_{\text{цб}} + УЛ_{\text{кр}} + Y_{\text{ин}} + Y_{\text{кр}} + КМ_{\text{б}}, \quad (4.2)$$

где $СП_{\text{бк}}$ — ставка процента по банковскому кредиту, включаемая в кредитный договор с заемщиком %; $УС_{\text{цб}}$ — учетная ставка (ставка рефинансирования) Центрального банка РФ, %; $УЛ_{\text{кр}}$ — уровень ликвидности кредитных ресурсов, %; его устанавливают с учетом срока предоставления кредита и возмещают в форме соответствующего размера премии за низкую ликвидность, %; $Y_{\text{ин}}$ — прогнозируемый темп инфляции (уровень инфляционной премии), %; $Y_{\text{кр}}$ — уровень премии за кредитный риск, %; $КМ_{\text{б}}$ — уровень коммерческой маржи банка (надбавки к цене кредита, формирующей прибыль банка), %.

Указанные параметры каждый банк определяет самостоятельно по согласованию с клиентом-заемщиком. Окончательную процентную ставку фиксируют в кредитном договоре.

2. **Учет в процессе оценки стоимости заемного капитала налогового корректора.** Это связано с тем, что выплаты по обслуживанию долга (проценты за кредит) включают в состав операционных расходов. Таким образом понижают раз-

мер налогооблагаемой прибыли и стоимость заемных средств на ставку налога на прибыль.

Привлечение заемного капитала всегда вызывает обратный денежный поток не только по уплате процентов, но и по погашению основной суммы долга. Обратные денежные потоки генерируют наиболее опасные кредитный и процентный риски. Данные риски проявляются независимо от форм и условий привлечения заемного капитала в форме банковского кредита. Например, ставка процента по долгосрочному кредиту во всех его формах всегда выше, чем по краткосрочному кредиту.

Стоимость привлечения заемного капитала взаимосвязана с оценкой кредитоспособности заемщика банка. Чем выше уровень его кредитоспособности по оценке кредитора (банка), тем ниже стоимость привлекаемого предприятием заемного капитала. Следует помнить, что минимальную ставку процента за кредит устанавливают для первоклассного заемщика.

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

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

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

$$ЗК_{\text{БК}} = \frac{СП \times (1 - H_c)}{1 - УР_{\text{БК}}}, \quad (4.3)$$

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

Пример. $СП = 17,5\%$; $H_c = 0,24$; $УР_{\text{БК}} = 0,02$.

$$ЗК_{\text{БК}} = \frac{17,5 \times (1 - 0,24)}{1 - 0,02} = 13,57\%$$

Если у заемщика нет дополнительных затрат по привлечению банковских кредитов или они минимальны по отношению к объему заемных средств, то формулу (4.3) используют без знаменателя. Тогда цена заемного капитала в форме банковского кредита будет составлять только 13,3% ($17,5 \times 0,76$).

Политика привлечения банковского кредита включает следующие этапы (шаги).

1. Определение целей и выбор необходимых видов привлекаемого банковского кредита.
2. Оценку соотношения между краткосрочным и долгосрочным кредитом (с учетом альтернативных форм привлечения заемного капитала: коммерческих кредитов, небанковских займов и др.).

3. Изучение и оценку коммерческих банков — потенциальных кредиторов заемщика. Такую оценку проводят по привлекательности кредитной политики банка для заемщика. Данный этап включает изучение основных условий кредитования клиента соответствующим банком: предельный размер и срок кредита, его валюта, уровень процентной ставки, условия выплаты процентов, условия погашения (амортизации) основного долга, формы обеспечения кредита и др.
4. Сравнение условий возможного привлечения отдельных видов кредитов у разных банков.
5. Организация контроля за текущим использованием банковского кредита.
6. Обеспечение своевременной и полной оплаты суммы основного долга по банковским кредитам, включая погашение процентов по ним.

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

- общую характеристику банка: состав учредителей, организационно-правовую форму, цели и политику банка на рынке ссудного капитала, контингент его клиентов и др.;
- результаты деятельности банка за последний год: размер собственного капитала, позиции на финансовом рынке, финансовую устойчивость и др.;
- качество и разнообразие оказываемых банком услуг;
- объем всех обязательств банка должен быть ниже суммы выданных кредитов;
- тенденция капитализации прибыли банка носит устойчивый характер.

Для заемщика имеют значение и такие параметры, как:

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

Даже небольшой перечень ситуаций характеризует многообразие возможных вариантов выбора банка для обслуживания. Получить представление о надежности и финансовой устойчивости банка можно из публикуемой им отчетности за ряд периодов (лет) и сравнения приведенных в ней показателей с другими кредитными организациями.

Банк, как и любое коммерческое предприятие, осуществляет свою деятельность с целью извлечения прибыли. Для ее получения необходимо:

- возместить все расходы (включая проценты по депозитным счетам) за счет собственных доходов;
- продать свой товар (кредитные ресурсы и банковские услуги) по более высокой цене;
- постоянно снижать расходы на осуществление банковской деятельности.

Оптимальный объем доходов банка (выручка от оказываемых услуг и предоставленных кредитов) необходим для покрытия: себестоимости банковских услуг, выплаты дивидендов акционерам, формирования резервного фонда и других

фондов специального назначения, уплаты налогов, а также собственных капиталовложений.

С учетом указанных выплат можно вычислить долю доходов в объеме выданных банком кредитов, которую часто считают ценой кредита:¹

$$C_{ок} = \frac{D_{бд}}{K_г} \times 100, \quad (4.4)$$

где $C_{ок}$ — цена банковского кредита, %; $D_{бд}$ — доходы от банковской деятельности, млн руб.; $K_г$ — размер выданных банком кредитов, млн руб.

В состав расходов банковской деятельности включают плату за привлеченные ресурсы (проценты по депозитам), оплату труда банковского персонала, амортизацию основного капитала, арендную плату, а также иные затраты, связанные с деятельностью банка. Если затраты банка очистить от расходов по приобретению кредитных ресурсов (процентов за привлекаемые вклады), то можно получить собственные издержки банка, связанные с его основной деятельностью. Они создают исходную базу для вычисления коммерческой маржи банка ($KM_г$):

$$KM_г = \frac{D_г - П_д}{K_г} \times 100, \quad (4.5)$$

где $KM_г$ — коммерческая маржа банка, %; $D_г$ — доходы банка, необходимые для его нормальной операционной деятельности; $П_д$ — сумма процентов за привлекаемые депозитные вклады; $K_г$ — общий объем предоставленных банком кредитов.

Банковскую маржу рекомендуют вычислять также в виде разницы в ценах (процентах) по кредитам, выданным банком ($K_{об}$), и кредитам (депозитам), полученным от вкладчиков ($K_{нб}$):

$$KM_г = K_{об} - K_{нб}, \quad (4.6)$$

где $KM_г$ — коммерческая маржа банка, %; $K_{об}$ — цена выданных банком кредитов, %; $K_{нб}$ — цена привлеченных банком кредитных ресурсов, %.

Исходя из конъюнктуры на финансовом рынке рыночная цена на кредитные ресурсы (как привлекаемые, так и предоставляемые клиентам) может отличаться от величины, определенной банком. Поэтому банки осуществляют свою деятельность на основе принятой ими маркетинговой стратегии на кредитном рынке.

Данная стратегия должна учитывать все особенности рыночной конъюнктуры и прогноз ее изменения в будущем периоде.

4.3. Роль банков в коммерческом кредитовании поставщиками покупателей товаров

Кредиты, предоставляемые поставщиками покупателям, предназначены для поощрения сбыта предлагаемых товаров.

Коммерческий кредит выдают, как правило, на срок до трех месяцев. Его процедура заключается в следующем. Предприятие-поставщик предоставляет от-

¹ Кредиты. Инвестиции. — М.: Приор, 1994. С. 31.

срочку платежа за свой товар, а предприятие-покупатель передает своему партнеру-кредитору вексель как долговое обязательство и гарантию платежа.

Вексель — это ценная бумага, которая удостоверяет безусловное денежное обязательство векселедателя (должника) уплатить до наступления определенного срока обусловленную сумму денежных средств владельцу векселя (векселедержателю) или по его указанию другим лицам.

В нормально функционирующей рыночной экономике любой хозяйствующий субъект, приобретая товары в долг, с отсрочкой платежа, вправе выдать продавцу при условии его согласия долговое обязательство-вексель.

Расширение практики выдачи и использования векселей является важным направлением развития рынка финансовых услуг. Экономическая природа векселя состоит в том, чтобы не только гарантировать возврат долга, но и активно применять этот финансовый инструмент для ускорения оборота материальных ресурсов в целях повышения производственно-коммерческой деятельности предприятий. Поэтому векселедержатель, не дожидаясь исполнения обязательства по векселю, ищет юридическое или физическое лицо, которое купило бы этот документ (в качестве такого покупателя обычно выступает банк) или приняло его в качестве платежного средства за приобретаемые товары и услуги.

Вексель — один из самых старых и приоритетных финансовых инструментов активной реализации денежно-кредитных отношений в национальном хозяйстве. Если предприятие испытывает недостаток оборотных средств, то вполне возможно покрыть часть их дефицита за счет эмиссии векселей. В условиях кризиса неплатежей в хозяйстве России, начиная с 90-х гг. прошлого столетия, вексель широко используют как средство безналичных расчетов. Объем обращения векселей в РФ характеризуют данные, приведенные в табл. 4.2.¹

Таблица 4.2
Динамика вексельного обращения в России

По данным на начало года	Объем средств, привлеченных с помощью выпуска векселей, млрд руб.	Объем учтенных векселей, млрд руб.		Оценка общего объема вексельного рынка (гр. 2 + гр. 4), млрд руб.
		всего	в том числе прочих векселедателей	
1998 г.	41,156	39,202	31,62	72,776
1999 г.	61,595	46,259	41,896	103,491
2000 г.	65,823	108,719	51,148	166,971
2001 г.	109,255	173,253	90,177	199,432
2002 г.	147,343	238,869	120,914	268,257
2003 г.	208,546	372,415	155,33	363,876
01.07.2004 г.	268,172	440,949	172,331	440,503

Из приведенных в ней данных следует, что за последние 5,5 лет объем средств, привлеченных с помощью эмиссии векселей, вырос в 6 раз, а общий объем учтенных векселей — в 11 раз. По оценкам специалистов, выпуск векселей осуществляют примерно 600 наиболее известных организаций-векселедателей, одна треть из

¹ Экономика и жизнь. 2004, № 3. С. 2.

которых — коммерческие банки. Вексельный сегмент рынка ценных бумаг является крупнейшим. Доля расчетов векселями, по данным Госкомстата России, составляет порядка 5%. Однако, по экспертным оценкам, с учетом теневого оборота она существенно выше — 20–30%. С учетом этого объем находящихся в обороте векселей оценивают в 1,0 трлн руб., или примерно 10% от общей суммы ВВП. Среди выданных предприятиями преобладают векселя со сроком погашения до 6–12 мес. — 45% и 3–6 мес. — 25%. Таким образом, векселя используют в основном для пополнения оборотных средств.

При коммерческом кредите участники кредитных отношений регулируют свои хозяйственные связи и создают платежные средства в форме векселей, т. е. оформленных письменных обязательств должника кредитору уплатить указанную в векселе сумму в установленный срок. Векселя могут быть использованы повторно, минуя банк, путем передачи их одним владельцем другому вместо денежных средств.

Коммерческий кредит относится к числу недостаточно изученных сфер хозяйственной деятельности предприятий. Он предполагает взаимосвязь торговой и кредитной сделок. Окончание торговой операции совпадает с началом кредитной сделки, которая завершается при погашении предприятием-заемщиком задолженности по ссуде. Особенностью коммерческого кредита является то, что сделка ссуды не служит приоритетной целью. Она лишь сопутствует сделке купли-продажи, способствуя быстрой реализации товаров.

Поставщик и покупатель оформляют кредитную сделку во время заключения товарной операции.

Коммерческий кредит — это товарная форма кредита, которая выражает отношения по поводу перераспределения материальных ресурсов между предприятиями. При данном кредите в кредитную сделку включают только ресурсы поставщика, реализующего свою продукцию (услуги). Для предприятия-поставщика кредитная сделка тесно связана с моментом продажи продукции и не только ускоряет реализацию, но и приносит дополнительный доход в форме процента, включаемого в стоимость проданных товаров.

Заемщику по ряду причин выгоднее прибегнуть к товарной форме кредита (чем к денежной), чтобы быстрее получить необходимые ему материальные ценности. В то же время платеж в погашение ссуды он может совершить позднее. В момент покупки товаров у заемщика отпадает необходимость в авансировании денег в очередной кругооборот фондов, достигается временная экономия денежных средств для расчетов с поставщиками. Завершение у покупателя кругооборота фондов, высвобождение стоимости в денежной форме позволяет ему погасить коммерческий кредит.

Предприятие может одновременно получить коммерческий кредит от поставщика и выдать его своему клиенту. Поэтому для отдельного хозяйствующего субъекта размер коммерческого кредита можно определить как разницу между стоимостью товаров, поставленных покупателем на условиях отсрочки платежа, и стоимостью товаров, полученных от поставщика на аналогичных условиях.

$$\begin{aligned} \Sigma_{\text{коммерческого кредита}} = & \Sigma_{\text{товаров, проданных покупателям}} - \\ & - \Sigma_{\text{товаров, полученных от поставщиков}}. \end{aligned} \quad (4.7)$$

Основные этапы (шаги) разработки политики привлечения коммерческого (товарного) кредита на предприятии следующие:

- 1) формулирование принципов привлечения подобного кредита и определение основных его видов;
- 2) вычисление среднего периода использования коммерческого кредита;
- 3) создание благоприятных условий привлечения такого кредита;
- 4) минимизация стоимости привлечения коммерческого кредита;
- 5) обеспечение рационального использования подобного кредита;
- 6) достижение своевременных расчетов по коммерческому кредиту.

Кратко поясним содержание отдельных этапов. Ключевой принцип привлечения коммерческого кредита — его целевой характер. Поэтому потребность в нем устанавливают с учетом прогнозного объема материально-производственных запасов, структуры и периодичности поставок сырья и материалов, длительности хозяйственных связей с поставщиками и других условий.

К основным видам данного кредита относят:

- товарный кредит с отсрочкой платежа по условиям договора — наиболее распространенный его вид, все условия которого предусматривают в этом договоре, поэтому не требуется дополнительных документов для оформления кредита;
- товарный кредит с оформлением задолженности векселем;
- товарный кредит по открытому счету — используется в хозяйственных связях предприятия с его поставщиками при неоднократных поставках товаров мелкими партиями и др.

Для вычисления среднего периода использования коммерческого кредита обычно применяют формулу:

$$\overline{ПЗ}_{\text{кк}} = \frac{\overline{ОЗ}}{\overline{ОП}_o}, \quad (4.8)$$

где $\overline{ПЗ}_{\text{кк}}$ — средний период задолженности по коммерческому кредиту, дни; $\overline{ОЗ}$ — средний остаток задолженности по данному кредиту в расчетном периоде; $\overline{ОП}_o$ — однодневный объем продажи товаров по себестоимости в расчетном периоде.

Динамика данного показателя за ряд предыдущих периодов (кварталов, лет) и его уточнение исходя из принятой предприятием кредитной политики позволяет установить средний период пользования этим кредитом в предстоящем периоде.

Процесс оптимизации условий привлечения коммерческого кредита предполагает разработку ряда мероприятий по расширению сферы кредитных отношений с постоянными поставщиками; по привлечению новых контрагентов с выгодными условиями поставок товаров и др.

Минимизация стоимости привлечения коммерческого кредита достигается с помощью определения соотношения показателей ценовой скидки при осуществлении наличного платежа (в пределах договорного срока) и периода предоставления этого кредита. В этих целях обычно используют стандартную формулу:

$$C_{\text{кк}} = \left(\frac{Ц_c}{1 - Ц_c} \times \frac{Д}{П_{on}} \right) \times 100, \quad (4.9)$$

где $C_{\text{кк}}$ — стоимость (цена) коммерческого кредита, %; P_c — величина ценовой скидки при наличном платеже за товар, доли единицы; D — количество дней в расчетном периоде (год — 360 дней, квартал — 90, месяц — 30 дней); $P_{\text{он}}$ — период предоставления отсрочки платежа исходя из условий договора с поставщиком, дни.

Из представленной формулы следует, что минимизации стоимости коммерческого кредита достигают путем:

- снижения размера ценовой скидки;
- повышения периода отсрочки платежа.

В любом случае (при прочих равных условиях) предприятие, привлекающее в свой оборот коммерческий кредит, получит экономическую выгоду.

Критерием измерения эффективности использования коммерческого кредита является разница между средним периодом привлечения данного кредита и средним периодом обращения производственных запасов, которые он покрывает. Чем больше положительное значение этой разницы, тем эффективнее используют коммерческий кредит.

Следует отметить, что коммерческий кредит имеет целевое назначение — поскольку кредитор (поставщик) и заемщик (покупатель) являются локальными участниками сделки по реализации и приобретению конкретного продукта.

При банковском кредите только один из участников кредитной сделки — заемщик выступает в качестве производителя или торгового посредника. Границы коммерческого кредита зависят от способности кредитора предоставить ссуду в товарной форме (в виде отсрочки платежа за поставленный товар); от наличия у него массы товарных ресурсов; достаточности денежных средств для их авансирования в очередной кругооборот фондов; возможности получения в банке вексельного кредита. Важное значение для обеспечения возврата кредита имеет степень кредитоспособности заемщика.

В операциях, связанных с предоставлением коммерческого кредита, присутствует высокий уровень делового риска. Основной риск несет поставщик товаров, поскольку для него эта сделка означает иммобилизацию оборотных средств:

- риск при изменении цены товара;
- риск при несоблюдении покупателем сроков оплаты и при его банкротстве;
- определенный риск несет банк, так как при учете векселя в случае банкротства должника, он не получит сумму обязательства у покупателя.

Конкретный срок коммерческого кредита зависит:

- от вида товаров;
- стоимости сделки;
- финансового состояния покупателя и поставщика;
- наличия долговременных связей между партнерами;
- уровня конкуренции между производителями;
- качества товаров, предлагаемых различными поставщиками.

Независимо от влияния указанных факторов коммерческий кредит всегда носит краткосрочный характер.

Коммерческая форма кредитования тесно взаимосвязана с банковским кредитом. На практике объем свободных денежных средств у товаропроизводителей часто ограничен, что не позволяет сконцентрировать их в банках в требуемых размерах в качестве источника кредитования. При дефиците кредитных ресурсов у банков спрос на коммерческий кредит может возрастать.

Прямое банковское кредитование поставщиков расширяет их возможности в привлечении заемных источников для пополнения оборотных средств. Наоборот, кредиты банков, предоставляемые покупателям, снижают их потребность в товарном кредите.

Косвенное банковское кредитование может осуществляться при коммерческом кредите в двух вариантах:

- путем учета (покупки) векселей;
- выдачи ссуды под залог векселей.

Чем шире учетные и залоговые операции банков, тем в большей мере банковский кредит способствует развитию коммерческого кредита. Поставщики более активно предоставляют отсрочку платежа своим клиентам, если уверены, что банки примут их векселя к учету и получают под них денежный кредит.

Развитие коммерческого кредита влияет на расширение сферы применения банковского кредита следующим образом:

- сокращается потребность в кредитных ресурсах, так как не все векселя учитываются в банках и не в полной сумме;
- понижается риск в связи с сокращением клиентуры;
- расширяется перечень услуг, предоставляемых банками своим клиентам за счет выдачи кредитов по учету и залогом векселей;
- частично преодолеваются банковские кредитные ограничения, поскольку покупатели получают возможность отсрочки платежа у поставщиков за полученные ими товары. Если банки ужесточают режим учета векселей, то это может привести к сокращению срока коммерческого кредита, но не к отказу от него.

Коммерческий кредит способствует перераспределению капитала между предприятиями. Этот кредит может заменить банковский кредит, но при условии, что поставщики-кредиторы имеют доступ к банковским кредитным ресурсам. Тогда они могут предоставить отсрочку платежа покупателям товаров. Коммерческий кредит облегчает реализацию товаров и ускоряет кругооборот средств. Расширение масштабов коммерческого кредитования служит дополнительным фактором для восстановления сбалансированности между денежной и товарной массой.

Достоинствами коммерческого кредита являются:

- оперативность в предоставлении средств в товарной форме;
- техническая простота оформления кредита;
- активизация механизма мобилизации свободных товарных ресурсов и их перераспределения;
- улучшение маневрирования оборотными средствами;
- оказание партнерами взаимной финансовой поддержки;
- содействие развитию рынка ссудного капитала;

- вексельное обращение понижает объем необходимых для оборота денежных средств и потребность в прямых банковских кредитах.

Недостатки коммерческого кредита:

- ограниченность его применения во времени и размерах;
- часто вынужденный характер со стороны поставщиков отсрочки платежей в связи с неудовлетворительным финансовым положением покупателей;
- наличие финансового риска для поставщика в связи с сильным влиянием банков при учете векселей;
- в условиях высокой инфляции происходит обесценение денежных средств у поставщика в результате длительной отсрочки платежа.

Следует отметить, что в результате отсрочки платежа замедляется скорость обращения денежных активов у поставщика и это часто негативно сказывается на его финансовой устойчивости. Тем не менее коммерческий кредит остается важным источником пополнения оборотных средств предприятий.

4.4. Процедура предоставления вексельного кредита

Банки осуществляют с векселями целый ряд операций. Они производят учет векселей (или переучет Центральным банком РФ); предоставляют ссуды под залог векселя; производят акцепт векселей, и аваль, а также комиссионные операции с векселями.

Надежность векселя является важным элементом вексельного обращения. Для повышения их надежности предусмотрен ряд процедур, которые позволяют расширить круг лиц, ответственных по векселю и обязанных платить по нему при наступлении определенных обстоятельств. К таким процедурам относят акцептно-авальные операции.

Акцепт векселя — это согласие плательщика на его оплату.

Акцептант — это юридическое или физическое лицо, подтверждающее свое согласие на оплату обязательства по векселю. Если в качестве акцептанта выступает банк, то вексель приобретает статус первоклассного (наименее рискованного обязательства). Акцепт векселя не является обязательным, но выступает в качестве условия для его свободного обращения на рынке.

Аваль векселя — поручительство по нему. Авалист — лицо, совершившее аваль, принимает на себя ответственность за выполнение обязательств по векселю (векселедателем, векселедержателем, акцептантом, индоссантом).

Необходимо подчеркнуть, что коммерческий кредит тесно связан с банковским кредитом и переходит в последний через операции по учету и залого векселей. В данном случае происходит трансформация одной формы кредита в другую. Клиент банка фактически не получает кредита, а продает вексель (совершается сделка купли-продажи векселя) и получает денежные средства за проданный товар (вексель).

Посредством индоссамент (передаточной надписи) вексель переходит в собственность банка.

Учет или дисконт векселя выражает операцию, при которой банк выдает сумму векселя его предъявителю до срока наступления платежа, но удерживает в свою пользу процент от суммы векселя с учетом времени до срока его погашения.

В результате данной финансовой операции вексель становится собственностью банка, который приобретает право требовать платеж по нему от векселедателя. Поставщик товара (векселедержатель), предъявивший векселя к учету, получает по ним немедленный платеж в форме банковского кредита.

За операции по учету векселей банк взимает процент, называемый учетным процентом (дисконтом). Его величину определяют по согласованию с клиентом. Учетный процент банк удерживает из суммы векселя в момент его покупки (учета). Величину дисконта векселя устанавливают по формуле:

$$D_v = \frac{\sum B \times T \times Y_{cn}}{100 \times 360 \text{ дн.}}, \quad (4.10)$$

где D_v — сумма дисконта векселя; $\sum B$ — сумма векселя; T — срок до наступления платежа по векселю, дни; Y_{cn} — годовая учетная ставка процента.

От клиентов к учету принимают векселя, основанные на товарных операциях. Продажа последних банку сопровождается банковским индоссаментом (передаточной надписью) владельца векселя и заключением договора с банком по учету векселей.

В договоре приводят следующие сведения:

- общую сумму и количество принимаемых к учету векселей;
- величину дисконта (скидки) с вексельной суммы за каждый день, остающийся до срока оплаты векселя;
- дату, по состоянию на которую векселя принимают к учету;
- порядок и срок перечисления учетного кредита.

Заемщик — векселедержатель представляет также банку заверенные копии доверенности (или иные документы), дающие право должностному лицу индоссировать векселя.

Векселя предъявляются банку для учета при реестрах установленной формы. Записи по указанным в реестре векселям сравнивают с реквизитами приложенных векселей. После этой процедуры векселя проверяют с позиции их юридической и экономической привлекательности.

С юридической позиции проверяют правильность заполнения реквизитов, а также полномочия лиц, подписавших вексель, и подлинность их подписей.

Экономическую привлекательность векселя проверяют с целью установления подлинности его оплаты всеми индоссантами, оставившими передаточные надписи на векселе.

Для этого банки вправе воспользоваться услугами аудиторских организаций и другими источниками информации о кредитоспособности своих заемщиков. Векселя, оказавшиеся при проверке необоснованными (неправильно оформленные, некоммерческие векселя и др.), исключают из реестра. Остальные векселя принимают к учету с разрешительной надписью руководителя банка о сумме этих векселей на реестре. Только после этого оформляют договор с заемщиком. Под вексельную задолженность создают резерв на возможные потери. Учет векселей осуществляют на соответствующих балансовых счетах по срокам наступления платежей, а на каждом аналитическом счете — в разрезе векселедателей простых векселей и акцептантов переводных векселей.

В целях контроля за своевременным получением платежей по учетным векселям банк на каждое число составляет специальную ведомость (в двух экземплярах), в которую включают данные по всем векселям на эту дату (с указанием порядкового номера и суммы каждого векселя). При получении платежа в ведомости делают отметки, а векселя возвращают плательщику. Поступающие в оплату векселей суммы зачисляют в кредит соответствующих балансовых счетов на покупную стоимость, а разницу между номиналом векселя и покупной его стоимостью — в доходы банка (на сумму дисконта). Если платеж по векселю поступит досрочно, то плательщику начисляют проценты за время, оставшееся до срока платежа. При поступлении платежа позднее указанного в векселе срока банк взыскивает с плательщика пени за просрочку и расходы по протесту векселя, если он совершен. Только после этого вексель возвращают плательщику.

Кредиты под залог векселей отличаются от их учета следующими моментами:

- собственность на вексель банку не переуступают; он только закладывается векселедержателем на определенный срок с последующим выкупом после погашения ссуды;
- ссуду выдают не в пределах общей суммы векселя, а только в пределах 60–90% его номинальной стоимости; в данном случае банк стремится застраховать себя от возможных потерь в условиях невыкупа векселя его предьявителем.

К принимаемым в залог векселям предьявляют те же требования, что и к учитываемым.

Предоставление кредита под залог коммерческих векселей может носить как разовый, так и постоянный характер с оформлением кредитного договора и договора залога. Векселя передают в банк на основании акта приемки-передачи с залоговым индоссаментом (с пометкой «сумма в залог» или «сумма в обеспечение»). В последнем случае банк вправе открыть клиенту специальный ссудный счет под обеспечение векселями. Предоставленный кредит отражают по дебету этого счета, а погашение — по кредиту. Спецссудный счет является счетом до востребования, а бессрочность ссуды дает банку право в любой момент потребовать от заемщика ее полного или частичного погашения, а также предоставить дополнительное обеспечение.

Поэтому при открытии спецссудного счета под вексельное обеспечение банк заранее согласовывает с клиентом все условия выдачи кредита по этому счету.

В кредитном договоре должны найти отражение такие специфические условия, как:

- максимальный предел соотношения между обеспечением и задолженностью по спецссудному счету;
- право банка требовать предоставления в обеспечение кредита дополнительных векселей;
- право банка направлять на погашение суммы, поступающие в оплату обеспечивающих данный счет векселей;
- право банка закрыть счет в любое время с предьявлением задолженности ко взысканию;
- право клиента погашать задолженность по спецссудному счету за счет сводного остатка средств на расчетном счете;
- право заемщика требовать разрешения банка заменять одни векселя до их срока погашения другими.

Предоставление кредита под залог векселей осуществляется банком в пределах установленного каждому заемщику лимита кредитования. Поэтому перед проведением платежных операций по спецсудному счету клиента банк производит расчет свободного остатка кредита исходя из зафиксированного в договоре соотношения между задолженностью и обеспечением.

Банки РФ редко используют спецсудный счет для выдачи кредитов под залог векселей, так как их предоставление носит нерегулярный характер. Данный вид кредитования сопряжен для банков с большим риском утраты финансовой устойчивости и ликвидности.

В период пользования кредитом на него начисляют проценты в зависимости от срока кредитования. При погашении заемщиком кредита в срок банк возвращает ему векселя. При непогашении кредита в установленный срок банк вправе реализовать залог. Это означает, что при наступлении срока платежа по векселю он может предъявить его векселедателю и получить платеж в погашение кредита либо опротестовать вексель через суд при неплатежеспособности последнего.

Переучет векселей в Центральном банке России позволяет активизировать вексельный рынок и осуществлять рефинансирование коммерческих банков. Векселедателем кредитом пользуются покупатели товаров (услуг) при дефиците у них платежных средств для расчетов с поставщиками. В такой ситуации заемщик заключает с банком кредитный договор и получает от него пакет собственных векселей банка-кредитора, выписанных банком на него на договорную сумму. По истечении срока кредитного договора предприятие-заемщик (первый векселедержатель) погашает полученный кредит денежными средствами с уплатой процентов за его использование.

При наступлении срока платежа последние векселедержатели предъявляют их в банк для получения по ним денежных средств. Процентную ставку за векселедателем кредит устанавливают ниже ставки за обычный банковский кредит в связи с более низкой ликвидностью векселей по сравнению с денежными средствами.

Границами векселедателем кредита являются нормативы ликвидности, устанавливаемые Центральным банком России, чтобы исключить рост денежной массы, находящейся в обращении.

Наряду с учетными и кредитными операциями банки осуществляют и комиссионные операции с векселями. В данном случае банк выполняет роль комиссионера, который по поручению клиента осуществляет все сделки с векселями, включая контроль за поступающими по векселям денежными средствами. Сделки с векселями банк проводит от своего имени, но за счет средств клиента и в его интересах. С клиента взимают определенную плату — комиссию, размер которой фиксируют в договоре, заключаемом между банком и клиентом.

4.5. Формирование и оценка заемного капитала в форме облигационных займов

Облигация удостоверяет право владельца требовать от эмитента ее погашения (выплату номинальной стоимости или номинальной стоимости и процентов) в установленные сроки.

Облигация должна иметь номинальную стоимость. Номинальная стоимость всех выпущенных акционерным обществом облигаций не может быть выше величины его уставного капитала либо величины обеспечения, предоставленного обществу третьими лицами для цели выпуска этих финансовых инструментов.

Размещение облигационного займа допускается после полной оплаты уставного капитала общества.

Общество вправе эмитировать облигации с единовременным сроком погашения или облигации со сроком погашения по сериям в установленные сроки. Погашение облигаций осуществляют в денежной форме или иным имуществом в соответствии с решением об их выпуске.

Рынок облигаций является одним из сегментов развивающегося фондового рынка России (табл. 4.3).¹

Таблица 4.3
Динамика рынка корпоративных облигаций в РФ

По данным на начало года	Количество эмитентов, ед.	Количество торгуемых бумаг, ед.	Общий объем размещений по номиналу, млн руб.	Количество первичных размещений, ед.	Объем первичных размещений, млн руб.
2001 г.	31	11	38922,0	54	28650
2002 г.	64	62	34655,0	84	28193
2003 г.	105	97	108932,9	78	56544
01.07.2003 г.	84	58	131497,9	35	19829

Несмотря на интенсивное развитие, рынок корпоративных облигаций служит главным образом для привлечения краткосрочных финансовых ресурсов. Как и рынок акций и других финансовых инструментов, он пока не стал источником долгосрочных инвестиций.

Акционерное общество вправе размещать облигации по решению совета директоров (наблюдательного совета), если иной порядок не определен его уставом. Размещение обществом облигаций, конвертируемых в акции, и других эмиссионных ценных бумаг, конвертируемых в акции, осуществляют по решению общего собрания акционеров или по решению совета директоров (наблюдательного совета), если в соответствии с уставом ему принадлежит право принятия решения о размещении облигаций, конвертируемых в акции.

В решении об эмиссии облигаций должны быть определены формы, сроки и другие условия их размещения. Размещение корпоративных облигаций — это длительный и сложный процесс, включающий ряд последовательных процедур.

В соответствии с постановлением бывшего ФКЦБ РФ² от 18.06.2003 г. № 03–30/пс «Стандарты эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг» выделяют следующие основные этапы эмиссии облигаций, размещаемых путем подписки:³

- принятие и утверждение эмитентом решения о выпуске облигаций;

¹ Экономика и жизнь. 2004. № 3. С. 2.

² В 2004 г. ФКЦБ РФ преобразована в ФСФР РФ.

³ Экономика и жизнь. 2003. № 39. С. 5–28.

- подготовку проспекта ценных бумаг;
- государственную регистрацию выпуска облигаций и проспекта ценных бумаг в Федеральной службе по финансовым рынкам (ФСФР РФ);
- изготовление сертификата облигаций;
- раскрытие информации о регистрации проспекта ценных бумаг;
- подписку на облигации;
- регистрацию отчета об итогах выпуска облигаций;
- раскрытие информации, которая включена в отчет об итогах выпуска облигаций.

Ключевым этапом является разработка проспекта ценных бумаг, а на последующих этапах происходит реализация всех положений, представленных в данном документе. В проспекте эмиссии облигаций должны быть четко сформулированы следующие понятия: важнейшие характеристики и финансовые аспекты выпуска облигаций, права владельцев этих финансовых инструментов, технология размещения облигаций, порядок определения цены размещения, условия и порядок их оплаты, порядок хранения и учета прав на облигации, механизм их погашения и выплаты процента, условия налогообложения доходов по облигациям.

Разработка финансовых аспектов эмиссии облигаций включает следующие ключевые параметры: объем эмиссии, номинальную стоимость облигаций, вид финансовых инструментов и срок их обращения, процентную ставку, периодичность выплаты процента и др.

Наиболее сложной проблемой является выбор наиболее оптимального варианта эмиссии облигаций, отвечающим по своим инвестиционным качествам интересам эмитента и потенциальных вкладчиков (инвесторов).

Общество вправе выпускать облигации, обеспеченные залогом определенного имущества; облигации под обеспечение, предоставленное ему третьими лицами; облигации без обеспечения. В последнем случае их размещение допускается не ранее третьего года деятельности общества и при условии надлежащего утверждения к этому времени двух годовых балансов.

Рассмотрим особенности эмиссии и обращения облигаций с обеспечением. Такими финансовыми инструментами с обеспечением признают облигации, исполнение обязательств по которым обеспечивают залогом (облигации с залоговым обеспечением), поручительством, банковской гарантией, государственной или муниципальной гарантией. Облигация с обеспечением предоставляет ее владельцу все права, возникающие из такого обеспечения. С переходом прав на облигацию с обеспечением к новому владельцу (приобретателю) переходят все права, вытекающие из такого обеспечения. Передачу прав, возникающих из предоставленного обеспечения, без передачи прав на облигацию признают недействительной.

При эмиссии облигаций с обеспечением условия обеспечивающего обязательства должны быть включены в решение о выпуске этих ценных бумаг, в проспект облигаций, а при документарной форме выпуска в сертификаты облигаций. Если обеспечение по облигациям предоставлено третьим лицом, то решение о выпуске облигаций, и/или проспект облигаций, а при документарной форме выпуска и сертификат должны быть подписаны также лицом, предоставившим такое обеспечение.

Предметом залога по облигациям с залоговым обеспечением могут быть только ценные бумаги и недвижимое имущество. Недвижимое имущество подлежит оценке оценщиком.

Каждый владелец облигации с залоговым обеспечением одного выпуска имеет равные со всеми другими владельцами этого выпуска права в отношении имущества, которое служит предметом залога, а также страхового возмещения, сумм возмещения, полагающегося залогодателю в случае изъятия (выкупа) заложенного имущества для государственных или муниципальных нужд, его реализации или национализации.

Договор залога, которым обеспечивают исполнение обязательств по облигациям, считают заключенным с момента возникновения у их владельца (приобретателя) прав на такие облигации. При этом письменную форму договора о залоге считают соблюденной. Если исполнение обязательств по облигациям обеспечивается залогом недвижимого имущества (ипотекой), требования о нотариальной форме договора ипотеки и его государственной регистрации считают соблюденными при условии нотариального удостоверения и государственной регистрации учреждением юстиции решения о выпуске облигаций с залоговым обеспечением. Нотариальное удостоверение и государственная регистрация учреждением юстиции решения о выпуске облигаций, обеспеченных ипотекой, осуществляют после государственной регистрации выпуска таких облигаций. Государственную регистрацию ипотеки проводит учреждение юстиции одновременно с государственной регистрацией решения о выпуске облигаций с залоговым обеспечением.

Размещение облигаций, обеспеченных ипотекой, до государственной регистрации ипотеки не допускается.¹

Если ценные бумаги не являются именными, они могут быть представлены в обеспечение по облигациям только при условии учета прав на них в депозитарии. Если облигации обеспечены залогом ценных бумаг, права на которые учитывают в системе ведения реестра или в депозитарии, после государственной регистрации выпуска таких облигаций и до начала их размещения залогодатель обязан зафиксировать обременение соответствующих ценных бумаг залогом у лица, осуществляющего учет прав на них, и представить доказательства такой фиксации в орган, осуществивший государственную регистрацию соответствующего выпуска облигаций, при государственной регистрации отчета об итогах выпуска.

В случае неисполнения (ненадлежащего исполнения) обязательств по облигациям с залоговым обеспечением имущество, которое служит предметом залога, подлежит продаже по письменному требованию любого из владельцев таких ценных бумаг, направленному залогодателю, лицу, приведенному в решении о выпуске в качестве лица, которое будет осуществлять реализацию заложенного имущества, а также эмитенту ценных бумаг, если залогодателем является третье лицо.

Владельцы облигаций с залоговым обеспечением вправе заявлять указанные требования в течение двух месяцев со дня наступления срока исполнения обязательства. Торги по реализации заложенного имущества, которым обеспечены

¹ Отношения, возникающие при выпуске, эмиссии, выдаче и обращении ипотечных ценных бумаг (за исключением закладных), а также при исполнении обязательств по ним, регулирует Федеральный закон «Об ипотечных ценных бумагах» от 11.11.2003 г., № 152-ФЗ.

обязательства по облигациям, не могут быть проведены ранее истечения срока, определенного для предъявления требований владельцев указанных облигаций.

Договор поручительства, которым обеспечивают исполнение обязательств по облигациям, считают заключенным с момента возникновения у их первого владельца прав на такие облигации. При этом письменную форму договора поручительства считают соблюденной. Договор поручительства может предусматривать только солидарную ответственность поручителя и эмитента за неисполнение (ненадлежащее исполнение) эмитентом обязательств по облигациям.

Банковская гарантия, предоставляемая в обеспечение исполнения обязательств по облигациям, не подлежит отзыву. Срок, на который предоставляют банковскую гарантию, должен не менее чем на шесть месяцев превышать дату (срок окончания) погашения облигаций, обеспеченных такой гарантией. Условия банковской гарантии предусматривают, что права требования к гаранту переходят к лицу, к которому переходят права на облигацию. Банковская гарантия должна предусматривать только солидарную ответственность гаранта и эмитента за неисполнение (ненадлежащее исполнение) эмитентом обязательств по облигациям.

Государственная и муниципальная гарантии по облигациям предоставляются в соответствии с бюджетным законодательством и правовыми актами РФ о государственных (муниципальных) ценных бумагах.

Облигации могут быть именными или на предъявителя. При размещении именных облигаций акционерное общество обязано вести реестр их владельцев. Общество вправе предусмотреть возможность досрочного погашения облигаций по желанию их владельцев. При этом в решении о размещении облигаций должны быть определены стоимость погашения и срок, начиная с которого они могут быть предъявлены к досрочному погашению.

Общество не может размещать облигации, конвертируемые в его акции, если количество объявленных акций определенных категорий и типов ниже количества акций этих категорий и типов, право на приобретение которых предоставляют подобные ценные бумаги (корпоративные облигации).

Корпоративная облигация как финансовый инструмент позволяет:

- аккумулировать и перераспределять капитал в денежной форме между различными отраслями хозяйства;
- обеспечивать получение инвесторами процентного дохода в заранее установленной форме и возврат основной суммы долга;
- предоставлять инвесторам дополнительные права и гарантии (например, первоочередность при получении процентного дохода, обеспеченность облигационного займа имуществом эмитента и др.).

Вместе с тем облигация — это рискованное долговое обязательство, требующее проведения взвешенной инвестиционной политики со стороны эмитента. На фондовом рынке всегда существует вероятность того, что облигационный заем не будет успешным, так как наличие тщательно подготовленного проспекта эмиссии еще не гарантирует полного размещения облигаций на предлагаемых эмитентом условиях. Важное значение имеет создание компенсационного механизма возмещения рисков, порождаемых вложением средств в эмиссионные ценные бумаги, что позволит увеличить приток денежных средств инвесторов на рынок корпора-

тивных облигаций. Уровень риска, до которого они готовы осуществлять инвестиции в корпоративные облигации, зависит от стремления вкладчиков избежать потерь от своих вложений. Необходимо отметить, что корпоративные облигации всегда должны предусматривать дополнительную премию за риск, стимулирующую не склонных к риску вкладчиков покупать эти облигации, вместо того чтобы осуществлять инвестиции в финансовые активы с минимальным уровнем риска.

В бухгалтерском учете затраты, связанные с размещением облигационных займов, состоят из:

- процента, дисконта по причитающимся к оплате облигациям;
- комиссионного вознаграждения финансовому посреднику (дилеру);
- дополнительных расходов по выпуску и размещению долговых обязательств (например, осуществление копировально-множительных работ, оплата налогов и сборов, проведение экспертиз и оценок, оплата услуг связи и т. д.).

Задолженность по размещенным заемным обязательствам показывают с учетом причитающихся на конец отчетного периода к уплате процентов согласно проспекту эмиссии облигаций. По размещенным облигациям акционерное общество-эмитент отражает номинальную стоимость выпущенных и реализованных заемных обязательств как кредиторскую задолженность. При начислении дохода по облигациям в форме процентов эмитент указывает кредиторскую задолженность по реализованным заемным обязательствам с учетом причитающегося к оплате на конец отчетного периода процента по ним.

Начисление причитающегося дохода (процента, дисконта) по размещенным облигациям эмитент отражает в составе операционных расходов в тех отчетных периодах, к которым относятся данные начисления. Для равномерного (ежемесячного) включения сумм причитающегося к уплате вкладчику дохода по процентным облигациям эмитент вправе предварительно учесть указанные суммы в составе расходов будущих периодов.

Включение заемщиком дополнительных затрат, связанных с размещением облигационных займов, производят в том отчетном периоде, в котором были произведены указанные расходы. Дополнительные затраты могут предварительно учитываться как дебиторская задолженность с последующим отнесением их в состав операционных расходов в течение срока погашения указанных выше заемных средств.

В бухгалтерской отчетности долгосрочные займы, привлеченные путем размещения облигаций, учитывают на счете 67 «Расчеты по долгосрочным кредитам и займам» обособленно.

При этом, если облигации размещают по цене, превышающей их номинальную стоимость, делают записи по дебету счета 51 «Расчетные счета» в корреспонденции со счетами 67 «Расчеты по долгосрочным кредитам и займам» (по номинальной стоимости) и 98 «Доходы будущих периодов».

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

Стоимость заемного капитала, привлекаемого за счет эмиссии корпоративных облигаций, оценивают на основе ставки купонного процента, формирующего

сумму периодических купонных выплат. Если облигацию продают на иных условиях, то базой оценки выступает сумма дисконта по ней, выплачиваемая при погашении.

В первом случае оценку осуществляют по формуле:

$$ЗК_o = \frac{C_{кп} \times (1 - H_c)}{1 - Y_{зз}}, \quad (4.11)$$

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

Пример. $C_{кп} = 12\%$; $H_c = 0,24$; $Y_{зз} = 0,03$.

$$ЗК_o = \frac{12 \times (1 - 0,24)}{1 - 0,03} = 9,4\%$$

Во втором случае расчет стоимости облигационного займа производят по формуле:

$$ЗК_o^1 = \frac{\bar{D} \times 100}{(H_o \times \bar{D}) (1 - Y_{зз})}, \quad (4.12)$$

где $ЗК_o^1$ — стоимость заемного капитала в форме облигаций, %; \bar{D} — средняя сумма дисконта (процента) по облигации, руб.; H_o — номинал облигации, руб.; $Y_{зз}$ — уровень эмиссионных затрат по отношению к сумме привлеченных за счет эмиссии облигаций денежных средств, руб.

Пример. $\bar{D} = 24$ руб.; $H_o = 240$ руб.; $Y_{зз} = 0,03$.

$$ЗК_o^1 = \frac{24 \times 100}{(240 \times 24) (1 - 0,03)} = 11,46\%$$

Привлечение заемного капитала путем выпуска облигаций обеспечивает акционерному обществу следующие преимущества.

1. Эмиссия облигаций не приводит к утрате контроля над управлением обществом (как в случае с выпуском акций).
2. Облигации могут быть эмитированы при относительно невысоких финансовых обязательствах по процентам (по сравнению со ставками процента за банковский кредит или дивидендами по акциям), так как они обеспечены имуществом общества и имеют приоритет в выплате процентов (за счет прибыли до налогообложения).
3. Облигации имеют большую возможность распространения, чем акции, вследствие меньшего уровня риска для инвесторов, поскольку обеспечены имуществом общества.
4. Корпоративные облигации более устойчивы на финансовом рынке по сравнению с другими видами ценных бумаг. Курс облигаций, как правило, не снижается при ухудшении деловой ситуации на данном рынке, что харак-

- терно для акций. Последние очень чувствительны к изменению конъюнктуры на рынке ценных бумаг.
5. Корпоративные облигации, как правило, обеспечивают привлечение капитала на длительный срок (5–10 лет) без посредников, что позволяет мобилизовать значительные финансовые ресурсы для реализации крупномасштабных инвестиционных проектов.
 6. Доступ к ресурсам широкого круга инвесторов (вкладчиков) и независимость от отдельно взятого кредитора (банка).
 7. Гибкость в выборе параметров заимствования и возможность управлять своим долгом.
 8. Формирование публичной кредитной истории, что создает предпосылки для более дешевого заимствования в будущем.
 9. В процессе подготовки проспекта облигаций и выпуска их в обращение главное внимание уделяют вопросам их качества и надежности для потенциальных инвесторов; высокая инвестиционная привлекательность облигаций означает более низкий процент выплат по ним и, следовательно, более выгодные для акционерной компании эмитента условия привлечения заемного капитала.

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

- облигации не могут быть эмитированы для формирования уставного капитала и покрытия временного недостатка денежных средств; его удобнее покрыть за счет краткосрочного банковского или коммерческого кредита;
- эмиссия облигаций часто связана со значительными дополнительными расходами эмитента и требует длительного срока привлечения денежных средств;
- размещение облигаций на большую сумму могут позволить себе только известные акционерные компании (корпорации), имеющие высокий уровень кредитного рейтинга;
- уровень финансовой ответственности акционерного общества за своевременную выплату процентов и основной суммы долга при погашении облигаций очень высок, так как взыскание этих сумм при длительной просрочке платежей осуществляют через процедуру банкротства;
- после выпуска облигаций вследствие изменения конъюнктуры на финансовом рынке средняя ставка ссудного процента может стать значительно ниже, чем установленный процент выплат по облигационному займу; это ставит эмитента в невыгодные финансовые условия по сравнению с получением банковского кредита.

Выводы

1. В условиях современного российского финансового рынка эмиссия облигаций предпочтительна для высокорентабельных акционерных компаний нефтегазового комплекса, энергетики, связи, пищевой промышленности, торговли и некоторых других отраслей хозяйства в случае реализации ими крупномасштабных инвестиционных проектов. Для финансирования таких проек-

- тов целесообразно использовать смешанный метод, т. е. наряду с долгосрочным заемным капиталом использовать собственные средства корпораций в размере не менее 40–50% от общего объема реальных инвестиций.
2. Развитие рынка корпоративных облигаций позволяет привлечь дополнительные финансовые ресурсы в реальный сектор экономики не только за счет свободных денежных средств хозяйствующих субъектов, но и сбережений населения. Высокая доля граждан — участников фондового рынка характерна для стран с развитой рыночной экономикой (США, Великобритания, Япония и др.) и отражает современные тенденции к трансформации денежных средств из своих традиционных форм (сбережения граждан, наличность, банковские депозиты и др.) в форму эмиссионных ценных бумаг. Такая тенденция способствует превращению все большей массы денежного капитала в ценные бумаги, доступные широкому кругу инвесторов.
 3. Профессиональным участникам фондового рынка выпуск в обращение новых видов ценных бумаг (корпоративных облигаций) предоставляет дополнительные возможности для расширения их деятельности.
 4. К выпуску облигаций чаще прибегают крупные и средние компании, привлекающие большой объем внешнего финансирования. Основная причина заключается в том, что затраты по выпуску облигаций снижаются по мере увеличения объема займа. В результате проявляется эффект экономии от масштаба эмиссии. Поэтому выгодно осуществлять размещение облигаций корпорациям, имеющим устойчивый бизнес, высокую долю рынка и деловую репутацию в сфере предпринимательской деятельности. Конечно, выпуск облигаций предполагает условия большей информационной прозрачности для вкладчиков, чем банковский кредит.

4.6. Управление привлеченными средствами в форме кредиторской задолженности

Кредиторская задолженность — наиболее весомая часть обязательств предприятий. Для малых фирм, которые не всегда имеют возможность использовать другие источники финансирования, доступные крупным компаниям, она часто является единственной возможностью привлечения капитала. Полнота, достоверность и своевременность отражения сведений о кредиторской задолженности в бухгалтерском учете и отчетности предприятия являются базой для управления этой задолженностью, которая включает учет, анализ, прогнозирование и контроль за состоянием счетов кредиторов.

Кроме того, существующая в настоящее время в России проблема неплатежей ставит вопрос о необходимости нормализации системы расчетов не только на уровне отдельных предприятий, но и государства в целом.

По данным Госстатслужбы России, за последние годы значительно вырос объем кредиторской задолженности: на 01.01.2002 г. он составлял 4,23 трлн руб., в том числе просроченной 1,56 трлн; на 01.01.2003 г. 4,83 и 1,43 трлн; на 01.01.2004 г. 5,28 и 1,31 трлн; на 01.04.2004 г. 5,43 и 1,19; на 01.08.2004 г. 5,7 и 1,15 трлн руб.¹

¹ Экономист. 2004. № 10. С. 86; там же, 2005. № 2. С. 94.

С одной стороны, без создания надежной системы расчетов затруднен стабильный и долговременный рост экономики страны. С другой — справедливо и обратное утверждение: без экономического роста в реальном секторе проблематично решить проблему неплатежей в национальном хозяйстве.

Кредиторскую задолженность трактуют как суммы денежных средств предприятия (организации), подлежащие уплате другим партнерам (юридическим и физическим лицам), но еще не уплаченные в погашение долга по товарным и финансовым операциям.

Экономическую сущность кредиторской задолженности характеризуют тем, что это источник образования имущества предприятия как в форме денежных средств, так и в виде товарно-материальных ценностей, например в обязательствах по товарному кредиту. Одно из распространенных определений кредиторской задолженности представляет последнюю как финансовое обязательство (сумму долгов) кредиторам, т. е. привлеченные в собственный оборот средства сторонних организаций или физических лиц — часть оборотного капитала.¹

Таким образом, в кредиторской задолженности воплощено покрытие текущей потребности в оборотных средствах до тех пор, пока не наступил срок оплаты по обязательствам предприятия.

Как источник формирования активов (имущества) предприятия кредиторская задолженность характеризуется следующими особенностями:

- 1) она является для предприятия в основном бесплатным источником формирования заемного капитала; чем выше (при прочих равных условиях) в общем объеме капитала предприятия доля кредиторской задолженности, тем ниже будет параметр средневзвешенной стоимости капитала;
- 2) величина кредиторской задолженности в днях ее оборота оказывает влияние на продолжительность финансового цикла компании; чем выше относительный размер кредиторской задолженности, тем меньший объем собственных средств предприятию необходимо привлекать для финансирования текущей (операционной) деятельности;
- 3) абсолютная величина образуемой предприятием кредиторской задолженности находится в непосредственной зависимости от объема производства и продажи продукции;
- 4) прогнозируемый объем кредиторской задолженности носит вероятностный характер, так как отдельные статьи, входящие в ее состав, не поддаются точному количественному измерению (например, балансовая статья «Прочие кредиторы»);
- 5) размер кредиторской задолженности зависит от своевременности выплат (погашения обязательств), что находит отражение в платежном балансе предприятия.

В состав кредиторской задолженности включают следующие балансовые статьи:

- 1) поставщики и подрядчики;
- 2) задолженность перед персоналом организации;
- 3) задолженность перед государственными внебюджетными фондами;

¹ Словарь-справочник менеджера / Под ред. М. Г. Лапусты. — М.: Инфра-М, 1996. С. 130.

- 4) задолженность по налогам и сборам;
- 5) прочие кредиторы.

Непосредственно не входят в состав кредиторской задолженности, но показываются как краткосрочные обязательства следующие статьи:

- задолженность перед участниками (учредителями) по выплате доходов;
- резервы предстоящих расходов;
- прочие краткосрочные обязательства.

Расшифровку краткосрочной кредиторской задолженности по ее видам (включая авансы полученные, расчеты с поставщиками и подрядчиками, расчеты по налогам и сборам и др.) приводят в приложении к бухгалтерскому балансу (по форме № 5).

Новый План счетов бухгалтерского учета финансово-хозяйственной деятельности организаций, утвержденный приказом Минфина РФ от 31.10.2000 г. № 94н (в редакции приказа Минфина РФ от 07.05.2003 г. № 38н), предусматривает использование следующих счетов раздела VI «Расчеты» для определения величины кредиторской задолженности:

- счет 60 «Расчеты с поставщиками и подрядчиками»;
- счет 62 «Расчеты с покупателями и заказчиками»;
- счет 68 «Расчеты по налогам и сборам»;
- счет 69 «Расчеты по социальному страхованию и обеспечению»;
- счет 70 «Расчеты с персоналом по оплате труда»;
- счет 71 «Расчеты с подотчетными лицами»;
- счет 73 «Расчеты с персоналом по прочим операциям» (субсчет 1 «Расчеты по предоставленным займам»;
- субсчет 2 «Расчеты по возмещению материального ущерба»);
- счет 75 «Расчеты с учредителями» (субсчет 2 «Расчеты по выплате доходов»);
- счет 76 «Расчеты с разными дебиторами и кредиторами» (субсчет 1 «Расчеты по имущественному и личному страхованию», субсчет 2 «Расчеты по претензиям», субсчет 3 «Расчеты по причитающимся дивидендам и прочим доходам», субсчет 4 «Расчеты по депонированным суммам»).

Следует отметить, что кредиторская задолженность в ее сегодняшнем бухгалтерском понимании не тождественна кредитам и займам по своему экономическому содержанию, особенностям, целям и методам управления в финансовом менеджменте и имеет свою специфику. Однако в приложении к балансу (по форме № 5) в ее состав включены кредиты и займы краткосрочного и долгосрочного характера.

Приведенная классификация кредиторской задолженности является нормативно закрепленной в стандартах бухгалтерского учета, принятых в России. На ее основе осуществляют учет, анализ, планирование и контроль за ее состоянием и динамикой на российских предприятиях.

Согласно другой классификации, в зависимости от периода привлечения кредиторская задолженность может быть:

- краткосрочной (со сроком погашения в пределах до одного года);
- долгосрочной (со сроком погашения более одного года).

Необходимо отметить, что при проведении финансового анализа многие авторы (О. В. Ефимова, А. Д. Шеремет и др.) рекомендуют более детальную систематизацию краткосрочной кредиторской задолженности: до трех месяцев, от трех до шести месяцев и свыше шести месяцев.

Привлечение долгосрочной кредиторской задолженности является в настоящее время редким явлением, хотя ее фактическое погашение часто носит длительный характер.

По своевременности погашения и правомерности привлечения выделяют:

- нормальную (оправданную) кредиторскую задолженность, сроки оплаты которой еще не наступили;
- просроченную (неоправданную) кредиторскую задолженность, срок оплаты которой уже истек.

В идеальном случае у предприятия не должно наблюдаться просроченной задолженности, однако в настоящее время она присутствует у большинства российских предприятий и требует пристального внимания со стороны руководителей бухгалтерских и финансовых служб.

Помимо рассмотренной классификации, основанной на стандартах бухгалтерского учета и отчетности, возможна и другая — по принадлежности к группам источников средств. При такой систематизации можно выделить кредиторскую задолженность, относящуюся:

- к привлеченному капиталу (это основная часть задолженности по товарным и финансовым операциям);
- к заемному капиталу (коммерческий кредит);
- к источникам, приравненным к собственным (это минимальная задолженность по оплате труда и отчислениям на социальные нужды, платежи заказчиков по частичной готовности продукции и авансы покупателей).

По источникам привлечения можно выделить кредиторскую задолженность:

- из внешних источников (например, поставщикам, подрядчикам, прочим контрагентам);
- из внутренних источников начисления (задолженность персоналу по оплате труда, подотчетным лицам, по причитающимся дивидендам и другим доходам).

На практике существует и другая систематизация кредиторской задолженности, на основании которой финансовая служба предприятия может осуществлять анализ и управление данной задолженностью (ее составом, структурой и динамикой с целью ее оптимизации).

Осуществляя управление кредиторской задолженностью, необходимо прежде всего знать режим ее правового регулирования в рамках действующего законодательства России. Поскольку кредиторская задолженность отнесена к обязательствам предприятия, то ее регулируют нормами гражданского права. Согласно ст. 307 ГК РФ, в силу обязательства одно лицо (должник) обязано совершить в пользу другого лица (кредитора) определенное действие: передать имущество, выполнить работу, уплатить деньги либо воздержаться от определенного действия, а кредитор имеет право требовать от должника исполнения его обязанности. Обязательства, согласно ст. 309 ГК РФ, должны исполняться надлежащим

образом в соответствии с его условиями и требованиями закона, иных правовых актов, а при отсутствии таких условий и требований — в соответствии с обычаями делового оборота и иными предъявляемыми требованиями.

Невозврат долга влечет за собой применение к должнику определенных имущественных санкций. Исполнение обязательств обеспечивают неустойкой (штрафом, пеней), залогом, удержанием имущества должника, поручительством, банковской гарантией и другими способами, предусмотренными законом или договором (ст. 329 ГК РФ). Кроме того, гл. 25 ГК РФ предусмотрены такие виды ответственности за нарушение обязательств, как:

- уплата процентов за пользование чужими денежными средствами вследствие их неправомерного удержания, уклонения от их возврата, иной просрочки в их уплате исходя из учетной ставки банковского процента;
- возмещение кредитору убытков, причиненных неисполнением или ненадлежащим исполнением обязательства.

Невозврат долгов может привести и к возбуждению в арбитражном суде дела о несостоятельности (банкротстве) предприятия-должника.

Однако, несмотря на представительный перечень нормативных и договорных санкций, их суммарный эффект может быть ниже той экономической выгоды, которую рассчитывает получить предприятие-должник вследствие использования средств кредиторов. Данное утверждение подтверждают многочисленные споры о взыскании кредиторской задолженности (табл. 4.4).¹ Одним из стимулов к добровольному погашению долгов служит плата за пользование чужими денежными средствами. Между тем законодатель, приравняв размер платы к учетной ставке банковского процента на день предъявления иска (ст. 395 ГК РФ), значительно ослабил стимулирующее воздействие этой санкции.

Целесообразно увеличить размер подобной платы, тогда воздействие финансовой санкции на неаккуратных плательщиков было бы более ощутимо и стимулировало их к своевременному погашению долговых обязательств.

Целесообразно рассмотреть задолженность предприятия по обязательным платежам в бюджет и государственные внебюджетные фонды. По общему правилу, в случае неуплаты или неполной уплаты налогов и пени в установленный срок обязанность по их уплате исполняют принудительным путем посредством обращения взыскания на денежные средства налогоплательщика на счетах в банках по решению налогового органа путем направления инкассового поручения, которое подлежит безусловному исполнению банком в очередности, установленной гражданским законодательством РФ (ст. 46 НК РФ).

Определенная ст. 855 НК РФ «принудительная» очередность платежей (часть групп очередности) при наличии на счете денежных средств, сумма которых недостаточна для удовлетворения всех требований, предъявленных к счету, предопределяет направления использования денежных средств предприятия и ограничивает его права распоряжаться ими по своему усмотрению. Данная очередность платежей должна учитываться финансовой дирекцией при управлении кредиторской задолженностью. Она способна оказать негативное воздействие на финансово неустойчивое предприятие, так как оплата задолженности поставщикам относится к последней очереди. В результате может быть нарушен нормальный

¹ Экономика и жизнь. 2004. № 23. С. 1.

Таблица 4.4

Основные показатели работы арбитражных судов РФ в 2002–2003 гг.

Наименование показателей	2002 г.	2003 г.	Динамика, % (+ или –)
Поступило исковых заявлений	854748	951778	11,4
Разрешено дел — всего	697085	869355	24,7
В том числе:			
о заключении, изменении, расторжении договоров	7335	7833	6,8
о признании договоров недействительными	10200	11351	30,9
о неисполнении или ненадлежащем исполнении обязательств	183633	193372	5,3
Из них по договорам:			
купли-продажи	33833	43398	28,3
поставки	46130	43161	–6,4
аренды	23286	26367	13,2
подряда	20653	20816	0,8
перевозки	6345	5875	–7,4
займа	2748	3186	15,9
страхования	879	1081	23,0
кредита	4918	4397	–10,6
банковского счета	534	363	–32,0
хранения	870	803	–7,7
поручения	385	357	–7,3
комиссии	535	471	–12,0
контрактации	497	345	–30,6

производственный процесс из-за перебоев в снабжении материальными ресурсами, что еще больше ухудшит финансовое положение предприятия.

Еще одним аспектом, который следует учитывать при управлении кредиторской задолженностью, состоит в том, что наличие просроченных краткосрочных обязательств по налоговым платежам влечет за собой применение к налогоплательщику-должнику налоговых санкций, предусмотренных ст. 114–126 НК РФ. В частности, неуплата или неполная уплата сумм налога в результате занижения налогооблагаемой базы, неправильного исчисления налога или других неправомерных действий влечет за собой взыскание штрафа в размере 20% от неуплаченных сумм налога (ст. 122 НК РФ).

Кредиторская задолженность числится на балансе предприятия до момента прекращения соответствующего обязательства.

Согласно п. 3 ст. 44 НК РФ, обязанность по уплате налога прекращается с его уплатой, с возникновением обстоятельств, с которыми законодательство о налогах и сборах связывает прекращение обязанности по уплате налога, а также с ликвидацией организации-налогоплательщика после проведения ликвидационной комиссией всех расчетов с бюджетом.

Различные способы прекращения обязательств предусмотрены ст. 408–416 ГК РФ. С прекращением обязательства кредиторская задолженность должна быть погашена и не может учитываться на балансе предприятия.

Сама по себе кредиторская задолженность не так опасна для предприятия, если бы к ней не добавлялись всевозможные финансовые санкции (штрафы, пени и др.). В силу этой причины у него возникает необходимость снизить размер кредиторской задолженности до приемлемого уровня. Безусловно, наличие финансовых санкций за просрочку исполнения своих обязательств перед контрагентами и государством увеличивает стоимость обслуживания заемного капитала и делает нерациональными многие хозяйственные операции, которые имеют доходность ниже, чем стоимость привлечения капитала предприятия.

При управлении кредиторской задолженностью рекомендуют соблюдать следующие основные этапы (шаги):

- ее анализ за ряд истекших периодов (кварталов, лет) по данным бухгалтерской отчетности, Главной книги и счетов аналитического учета;
- определение состава и структуры кредиторской задолженности в предстоящем периоде по данным бюджета по балансовому листу (прогнозу баланса активов и пассивов);
- установление периодичности выплат по приоритетным видам кредиторской задолженности с целью избежать излишних штрафных санкций за несвоевременное исполнение долговых обязательств перед государством и контрагентами;
- прогноз среднего объема краткосрочной задолженности по приоритетным балансовым статьям;
- вычисление прироста общего объема и средней суммы кредиторской задолженности в предстоящем периоде по сравнению с последним отчетным кварталом (годом);
- организация контроля за своевременностью начисления и погашения кредиторской задолженности по отдельным балансовым статьям.

В процессе финансового анализа целесообразно изучить динамику общей суммы краткосрочных обязательств, и в частности кредиторской задолженности в предыдущем периоде, а также изменение их удельного веса в общем объеме капитала предприятия. Данный анализ проводят в рамках исследования состава, структуры и динамики источников формирования активов (имущества) хозяйствующего субъекта. Показатели состава, структуры и динамики пассива баланса позволяют оценить удельный вес краткосрочных обязательств и непосредственно кредиторской задолженности в его валюте, соотношение темпов их роста в сравнении с темпами роста собственного капитала и долгосрочных обязательств.

Большинство аналитиков придерживаются мнения, что изучать структуру пассивов баланса следует на базе аналитических таблиц, характеризующих удельный вес каждого раздела в валюте баланса, а также динамику отдельных показателей, дополняя горизонтальный анализ вертикальным и трендовым.¹ Полученные из таблиц данные позволяют установить:

- какие изменения произошли в структуре всего капитала предприятия и его заемных источников, насколько изменилась в них доля кредиторской задолженности;

¹ Данные методики приведены в работах О. В. Ефимовой, В. В. Ковалева, Г. В. Савицкой, А. Д. Шеремета и др.

- насколько эти изменения обусловлены колебанием абсолютной величины кредиторской задолженности;
- соотношение динамики капитала, заемных источников и кредиторской задолженности.

Анализ структуры пассивов баланса необходим для оценки эффективности формирования источников финансирования активов предприятия и его финансовой независимости. Эти данные необходимы для внутренних и внешних пользователей информации (например, для банков и других поставщиков ресурсов).

Важное значение для предприятия имеет вычисление следующих параметров:

$$KO_{кз} = \frac{ВП}{КЗ}; \quad H_{кз} = \frac{Д}{KO_{кз}}, \quad (4.13)$$

где $KO_{кз}$ — коэффициент оборачиваемости кредиторской задолженности, число оборотов; $ВП$ — выручка (нетто) от продажи товаров (работ, услуг); $\bar{КЗ}$ — средний остаток кредиторской задолженности за расчетный период; $\bar{П}_{кз}$ — средний период погашения кредиторской задолженности, дни; $Д$ — число дней в расчетном периоде (360 дней в году, 90 дней в квартале).

Для прогноза кредиторской задолженности на будущий период часто используют известную формулу, предложенную профессором И. А. Бланком:¹

$$\sum \bar{C}_{кз} = \bar{C}_{он} + (\bar{C}_{он} \times \Delta ВП \times KЭ_{кз}), \quad (4.14)$$

где $\sum \bar{C}_{кз}$ — прогнозируемая средняя сумма кредиторской задолженности на определенный период (квартал, год); $\bar{C}_{он}$ — средняя сумма кредиторской задолженности в отчетном периоде; $\Delta ВП$ — прогнозируемый темп прироста выручки (нетто) от продаж, доли единицы; $KЭ_{кз}$ — коэффициент эластичности кредиторской задолженности.

Для расчета $KЭ_{кз}$ используют формулу:

$$KЭ_{кз} = \frac{I_{кз} - 1}{I_{он} - 1}, \quad (4.15)$$

где $I_{кз}$ — индекс изменения суммы кредиторской задолженности в расчетном периоде, доли единицы; $I_{он}$ — индекс изменения выручки (нетто) от продаж в расчетном периоде, доли единицы.

При $KЭ_{кз} < 1$ средняя прогнозируемая сумма кредиторской задолженности в будущем периоде по сравнению с отчетным может незначительно повыситься.

При $KЭ_{кз} > 1$ средняя прогнозируемая сумма кредиторской задолженности в будущем периоде по сравнению с отчетным существенно увеличивается.

Пример. $\bar{C}_{он} = 21,8$ млн руб.; $\Delta ВП = 0,05$; $KЭ_{кз} = 1,08$.

Тогда:

$$\sum \bar{C}_{кз} = 21,8 + (21,8 \times 0,05 \times 1,08) = 22,98 \text{ млн руб.}$$

¹ Бланк И. А. Управление формированием капитала. — Киев: Ника-Центр; Эльга, 2000. С. 357.

Для контроля за состоянием кредиторской задолженности на предприятии целесообразно разрабатывать план-график ее погашения на предстоящий период в разрезе основных кредиторов, сумм и сроков выплат. В соответствии с приказом Минфина РФ «Об утверждении методических указаний об инвентаризации имущества и финансовых обязательств» от 13.06.1995 г. № 49 инвентаризации подлежит все имущество предприятия независимо от его местонахождения и все виды финансовых обязательств. Под финансовыми обязательствами понимают кредиторскую задолженность, кредиты, займы и резервы.

Порядок (количество инвентаризаций в отчетном году, даты их проведения, перечень имущества и обязательств, проверяемых при каждой из них, и др.) проведения инвентаризации определяет руководитель организации, за исключением случаев, когда ее осуществление обязательно (перед составлением годовой бухгалтерской отчетности), при реорганизации и ликвидации предприятия и в иных случаях, предусмотренных нормативными актами РФ.

Инвентаризация расчетов с банком и другими кредитными организациями по кредитам, с бюджетом, покупателями, поставщиками, подотчетными лицами, персоналом, депонентами, другими дебиторами и кредиторами заключается в проверке сумм, числящихся на счетах бухгалтерского учета.

Суммы кредиторской и депонентской задолженности, по которым истек срок исковой давности, списывают по каждому обязательству на основании данных проведенной инвентаризации, письменного обоснования и приказа (распоряжения) предприятия и относят на его финансовые результаты.

Согласно ст. 196 ГК РФ, общий срок исковой давности установлен в три года. По внешнеторговым договорам Конвенцией об исковой давности в международной купле-продаже товаров срок исковой давности установлен в четыре года. Началом течения исковой давности является окончание срока исполнения обязательства.

По истечении срока исковой давности организация-дебитор должна понизить общий объем кредиторской задолженности на сумму долга, по которому истекла исковая давность, и одновременно увеличить прибыль на эту сумму. Налог на прибыль следует определять с учетом той суммы кредиторской задолженности, по которой истекла исковая давность и на которую увеличен размер прибыли предприятия в текущем квартале. Несвоевременное списание кредиторской задолженности рассматривают как занижение внереализационного дохода, т. е. нарушение налогового законодательства, и влечет применение штрафных санкций.

По итогам проведенной работы составляют акт инвентаризации расчетов с покупателями, поставщиками и прочими дебиторами и кредиторами и справку к нему, в которых отражают информацию об имеющейся кредиторской задолженности по каждому кредитору, датах ее возникновения и предполагаемого погашения, согласованности с кредиторами, а также о наличии кредиторской задолженности с истекшим сроком исковой давности.

Результаты инвентаризации должны быть отражены в учете и отчетности того месяца, в котором она была закончена, а по годовой инвентаризации — в годовом бухгалтерском отчете. На базе полученной информации осуществляют анализ, планирование и контроль за состоянием кредиторской задолженности на предприятии.

4.7. Эффект финансового рычага (левериджа) и его использование при управлении заемным капиталом

Для любого предприятия (корпорации) приоритетное значение имеет правило, при котором как собственные, так и заемные средства должны обеспечивать отдачу в форме прибыли (дохода).

Если предприятие в производственно-коммерческой деятельности использует как собственный, так и заемный капитал, то рентабельность собственного капитала может быть повышена за счет привлечения банковских кредитов.

В теории финансового менеджмента такое увеличение доходности собственного капитала называют эффектом финансового рычага (левериджа). Прежде чем проиллюстрировать данный параметр, уточним содержание термина «рентабельность активов» (Return on Assets, *ROA*):

$$P_a = \frac{БП}{A} \times 100, \quad (4.16)$$

где P_a (*ROA*) — рентабельность активов (имущества), %; *БП* — бухгалтерская прибыль (прибыль до налогообложения); \bar{A} — средняя стоимость активов за расчетный период.

Рентабельность активов — важный для предприятия показатель, выражающий эффективность использования внеоборотных и оборотных активов.

В качестве примера рассмотрим два акционерных общества открытого типа с одинаковым уровнем рентабельности активов. Единственное различие между ними — неодинаковая структура пассива баланса (табл. 4.5).

Таблица 4.5

Расчет бухгалтерской прибыли по двум открытым акционерным обществам (ОАО)

Показатели	ОАО	
	№ 1	№ 2
1. Рентабельность активов, %	20	20
2. Валюта пассива баланса (без кредиторской задолженности), млн руб.	72	72
В том числе:		
собственный капитал	72	36
заемный капитал	0	36
3. Актив баланса, пониженный на сумму кредиторской задолженности, млн. руб.	72	72
4. Бухгалтерская прибыль (стр. 1 × стр. 3/100), млн руб.	14,4	14,4

Допустим, что оба ОАО не платят налог на прибыль (находятся в свободной экономической зоне — СЭЗ). Тогда ОАО № 1 получит 14,4 млн руб. прибыли исключительно благодаря использованию собственного капитала, который покрывает активы баланса. Рентабельность собственного капитала — $P_{ск}$ (Return on Equity, *ROE*) по ОАО № 1 равна 20% ($14,4/72,0 \times 100$), т. е. совпадает с доходностью его активов. ОАО № 2 из той же суммы прибыли (14,4 млн руб.) должно выплатить проценты по ссудной задолженности банку. При условии, что средняя

процентная ставка за кредит (СП) равна 15%, эти финансовые издержки по задолженности составляют 5,4 млн руб. ($36,0 \times 0,15$). На возмещение других расходов остается 9,0 млн руб. ($14,4 - 5,4$). Тогда рентабельность собственного капитала будет равна 25% ($9 : 36 \times 100$).

Следовательно, при одинаковой рентабельности активов в 20% имеются различия в доходности собственного капитала, полученные в результате иной структуры пассива баланса. Эту разницу в 5% (25–20) называют эффектом финансового рычага (ЭФР). Данный эффект выражает приращение (прибавку) к рентабельности собственного капитала, полученное благодаря использованию банковского кредита, несмотря на его платность.

Итак, у ОАО № 2 одна часть актива баланса, приносящая 20% доходности, покрывается источниками средств, которые обходятся ему в 15%. Рентабельность собственного капитала при этом повышается. Речь идет именно о собственном капитале, использование которого связано не с финансовыми издержками по задолженности, а с предпринимательским риском. Акционеры всегда стремятся получить максимальную норму дивиденда на принадлежащие им акции (дивиденд/на обыкновенную акцию). Дирекции акционерного общества часто приходится рисковать, чтобы обеспечить владельцам обыкновенных акций максимум дохода в форме дивидендов. Далее приведем расчет ЭФР с учетом выплаты налога на прибыль по ставке 0,24, или 24% (табл. 4.6).

Таблица 4.6
Расчет рентабельности собственного капитала по двум ОАО с учетом выплаты налога на прибыль

Показатели	ОАО	
	№ 1	№ 2
1. Бухгалтерская прибыль, млн руб.	14,4	14,4
2. Финансовые издержки по задолженности, млн руб.	0	5,4
3. Текущий финансовый результат (стр. 1 – стр. 2), млн руб.	14,4	9,0
4. Сумма налога на прибыль по ставке 0,24 (24%), млн руб.	3,46	2,16
5. Чистая прибыль (стр. 3 – стр. 4), млн руб.	10,94	6,84
6. Рентабельность собственного капитала, %	15,2($10,94/72,0 \times 100$) или $20\% \times 0,76$	19,0($6,84/36,0 \times 100$) или $25\% \times 0,76$

Из полученных данных следует, что у ОАО № 2 доходность собственного капитала на 3,8% (19,0 – 15,2) выше, чем у ОАО № 1, за счет иной структуры пассива баланса.

Выводы

1. ОАО № 1, использующее только собственный капитал, ограничивает его рентабельность 76% от доходности активов. Тогда

$$P_{ск1} = 0,76 \times P_{а1}. \quad (4.17)$$

2. ОАО № 2, привлекающее кредит, повышает рентабельность собственного капитала исходя из соотношения между заемным и собственным капиталом в пассиве баланса и величины средней процентной ставки за кредит (СП). Тогда и возникает ЭФР:

$$P_{ск2} = 0,76 \times P_a + \text{ЭФР}. \quad (4.18)$$

Рассмотрим более подробно влияние ЭФР на рентабельность собственного капитала, а также составляющие его элементы. Очевидно, что данный эффект возникает из расхождения между доходностью активов и «ценой» заемного капитала, т. е. средней ставкой банковского процента. Иными словами, ОАО должно предусмотреть такую рентабельность активов, чтобы средств было достаточно на уплату процентов за кредит и налога на прибыль. Следует иметь в виду, что средняя расчетная ставка процента ($\overline{СП}$) не совпадает с процентной ставкой, взятой из кредитного договора. Так, кредит под 28% годовых, взятый на 15 дней, с учетом расходов на налогообложение прибыли банка может обойтись заемщику в 1,18% ($28\% \times 15/360$).

Среднюю расчетную процентную ставку за кредит устанавливают по формуле:

$$\overline{СП} = \frac{\sum \Phi И_k}{\sum ЗС} \times 100, \quad (4.19)$$

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

Эта формула получила наибольшее распространение на практике, так как позволяет установить «среднюю цену», в которую обходятся предприятию заемные средства. Теперь приведем общую формулу для расчета ЭФР:

$$\text{ЭФР} = (1 - C_{ин}) \times (P_a - \overline{СП}) \frac{ЗК}{СК}, \quad (4.20)$$

где $C_{ин}$ — ставка налога на прибыль, доли единицы; P_a — рентабельность активов (имущества), %; $\overline{СП}$ — средняя расчетная ставка процента за кредит, %; $ЗК$ — заемный капитал, млн руб.; $СК$ — собственный капитал, млн руб.; $(1 - C_{ин})$ — налоговый корректор (щит); $ЗК/СК$ — коэффициент задолженности; $(P_a - \overline{СП})$ — дифференциал финансового рычага, %.

Налоговый корректор показывает, в какой степени проявляется ЭФР в связи с различным уровнем налогообложения. Он не зависит от деятельности акционерной компании (корпорации), так как ставка налога на прибыль устанавливается в законодательном порядке.

В процессе управления финансовым рычагом дифференцированный налоговый корректор может быть использован в случаях:

- если по различным видам деятельности акционерной компании установлены дифференцированные ставки налогообложения;
- если по отдельным видам деятельности применяют льготы по налогу на прибыль;
- если отдельные дочерние фирмы корпорации осуществляют свою деятельность в свободных экономических зонах своей страны, где действует льготный режим налогообложения прибыли, а также в СЭЗ зарубежных стран.

Вторая составляющая — дифференциал — является фактором, формирующим положительный ЭФР при условии, если

$$P_a > \overline{СП}. \quad (4.21)$$

Чем выше положительное значение дифференциала, тем весомее при прочих равных условиях будет значение ЭФР. В приведенном примере по ОАО № 2 данный показатель равен 3,8% [$0,76 \times (20 - 15)$].

В связи с высокой динамичностью этого параметра он требует постоянного мониторинга в процессе управления финансовым рычагом. Динамизм дифференциала обусловлен рядом факторов:

- в период ухудшения конъюнктуры финансового рынка (падения объема предложения ссудного капитала) стоимость привлечения заемных средств может резко возрасти, превысив уровень бухгалтерской прибыли, генерируемой активами акционерной компании; в результате «цена» заемного капитала может оказаться значительно выше доходности активов;
- снижение финансовой устойчивости в процессе интенсивного привлечения заемного капитала приводит к увеличению риска банкротства компании, что побуждает заимодавцев (банки) повышать процентные ставки за кредит с учетом включения в них премии за дополнительный финансовый риск; в результате дифференциал финансового рычага может быть сведен к нулю или даже к отрицательному значению; в связи с этим рентабельность собственного капитала снизится, так как часть генерируемой им прибыли будет направлена на обслуживание долга по высоким процентным ставкам;
- кроме того, в период ухудшения ситуации на товарном рынке и сокращения объема продаж падает величина бухгалтерской прибыли; в таких случаях отрицательное значение дифференциала может иметь место даже при стабильных процентных ставках за счет снижения рентабельности активов.

Таким образом, отрицательная величина дифференциала определяет снижение рентабельности собственного капитала, что делает его использование неэффективным.

Третья составляющая ЭФР — коэффициент задолженности ($ЗК/СК$) — характеризует силу воздействия финансового рычага. В проиллюстрированном примере для ОАО № 2 этот коэффициент равен единице (50%/50%) при рекомендуемом значении 0,67 (40%/60%). Коэффициент задолженности является мультипликатором, который изменяет положительное или отрицательное значение дифференциала. При положительном его значении любой прирост коэффициента задолженности будет вызывать еще большее увеличение рентабельности собственного капитала. При отрицательном значении дифференциала прирост данного коэффициента будет приводить к еще большему падению доходности собственного капитала.

Итак, при стабильном дифференциале коэффициент задолженности является главным фактором, влияющим на величину рентабельности собственного капитала, т. е. генерирует финансовый риск. Аналогично при неизменной величине коэффициента задолженности положительное или отрицательное значение дифференциала генерирует как увеличение суммы и уровня прибыли на собственный капитал, так и финансовый риск ее потери.

Соединив три составляющие эффекта (налоговый корректор, дифференциал и коэффициент задолженности), получим значение показателя ЭФР для ОАО № 2:

$$\text{ЭФР} = (1 - 0,24) \times (20 - 15) \times 36/36 = 3,8\%.$$

Данный способ расчета позволяет акционерной компании определить безопасный объем заемных средств, т. е. допустимых условий кредитования. Его широко используют в странах континентальной Европы (во Франции, Германии и др.).

Чтобы реализовать благоприятные возможности, необходимо установить наличие взаимосвязи и противоречия между дифференциалом и коэффициентом задолженности. При увеличении объема заемных средств в пассиве баланса финансовые издержки по обслуживанию долга возрастают, что приводит к снижению положительного значения дифференциала (при неизменной величине рентабельности активов).

Пример. Если ОАО № 2 удастся довести коэффициент задолженности до трех (108/36) вместо единицы (36/36), то расчетная ставка процента за кредит (*СП*) может возрасти до 18% (вместо прежних 15%). Тогда ЭФР будет равен:

$$\text{ЭФР} = (1 - 0,24) \times (20 - 18) \times 3 = 4,56\%.$$

Следовательно, новый кредитный договор для ОАО № 2 может быть признан выгодным. В данном случае ЭФР возрастает благодаря опоре на угроенный коэффициент задолженности, несмотря на снижение дифференциала на 2% (20 - 18) вместо прежних 5% (20 - 15). Снижение дифференциала указывает на возрастание риска кредитного портфеля банка.

Из приведенных рассуждений можно сделать следующие выводы:

- 1) если новое заимствование приносит акционерной компании рост уровня ЭФР, то оно выгодно для нее;
- 2) при этом необходимо отслеживать состояние дифференциала: при увеличении коэффициента задолженности банк вынужден компенсировать возрастание кредитного риска повышением «цены» заемных средств;
- 3) риск кредитора выражают величиной дифференциала: чем выше данный параметр, тем меньше кредитный риск у банка, и наоборот.

Пример. ОАО № 2 с ЭФР = 4,56% и дифференциалом = 2% (20 - 18) при удорожании кредита на один пункт (*СП* = 19%) вынуждено будет для сохранения прежнего ЭФР довести коэффициент задолженности до шести:

$$\text{ЭФР} > (1 - 0,24) \times (20 - 19) \times 6 = 4,56\%.$$

В данном случае коэффициент задолженности увеличился в 2 раза (6/3).

Такое соотношение между заемным и собственным капиталом нерационально, так как может наступить момент, когда дифференциал станет меньше нуля. Тогда ЭФР будет действовать во вред акционерному обществу.

Пример. При девятикратном соотношении между заемным и собственным капиталом обществу придется выплачивать банку повышенную процентную ставку (допустим, 22%). Тогда

$$\text{ЭФР} + (1 - 0,24) \times (20 - 22) \times 9 = -13,68\%.$$

Теперь это будет не прибавка, а вычет из рентабельности собственного капитала.

Его величина по ОАО № 2 снизится до 5,32% [$0,76 \times (25\%) + (-13,68\%)$] по сравнению с 15,2% у ОАО № 1, не привлекающего заемных средств (см. табл. 4.6). В результате у инвесторов не будет желания покупать акции ОАО — эмитента с отрицательным дифференциалом. Отсюда следует вывод: осторожный финансовый директор не станет любой ценой увеличивать коэффициент задолженности, а будет его регулировать исходя из величины дифференциала. Он прекрасно понимает, что будущее акционерной компании зависит от ее текущего финансового состояния. Даже если сегодня соотношение между заемными и собственными средствами благоприятно для корпорации, это не означает, что можно не беспокоиться о прогнозном уровне рентабельности активов и ставке банковского процента и, следовательно, о поддержании значения дифференциала на приемлемом уровне.

Таким образом, задолженность предприятия банку — это не благо и не зло, это его финансовый риск. Привлекая заемные средства, оно может более успешно выполнить свои задачи, если вложит эти средства в высокодоходные активы или инвестиционные проекты.

Задача финансового директора состоит не в том, чтобы исключить все риски, а в том, чтобы принять разумные, заранее рассчитанные риски в пределах положительного значения дифференциала. Это правило важно и для банка, так как заемщик с отрицательным значением дифференциала вызывает недоверие. Однако на практике возможны исключения из этого правила. В отдельные периоды следует активно воздействовать на финансовый рычаг, а затем ослабить его. В других случаях целесообразно соблюдать умеренность в привлечении заемных средств.

Многие западные экономисты полагают, что «золотая середина» составляет 30–50%, т. е. ЭФР должен быть равен одной трети-половине уровня рентабельности активов. Тогда ЭФР компенсирует налоговые платежи и обеспечивает желаемую отдачу собственным средствам.

В приведенных выше расчетах максимальное значение ЭФР по ОАО № 2 составляло 4,56% при рекомендуемом его значении 6,6 – 10,0 ($20\% \times 0,33$ и $20\% \times 0,5$).

Графическая интерпретация эффекта финансового рычага может быть представлена следующим образом (рис. 4.1).

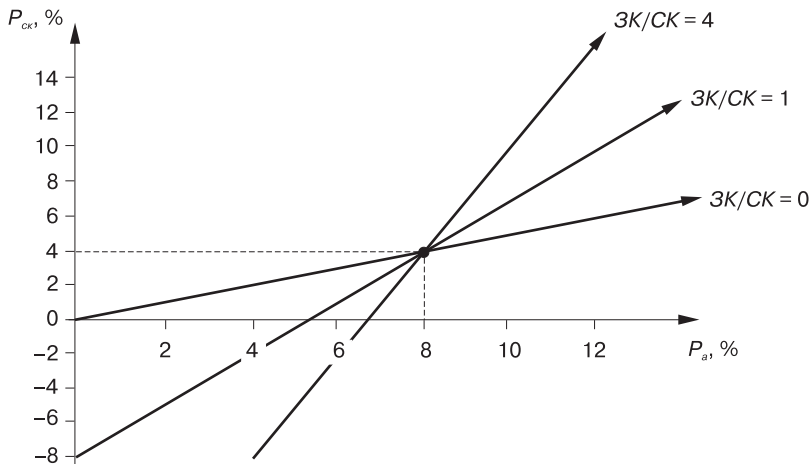


Рис. 4.1. Линейный график эффекта финансового рычага

Из графика ЭФР можно сделать следующие выводы:

- 1) если рентабельность активов равна 8% или среднему уровню процента по заемным средствам, то какой бы ни была структура финансирования компании, доходность собственного капитала составит 4%;
- 2) если рентабельность активов превысит указанную величину процента, то чем выше ссудная задолженность, тем больше доходность собственного капитала, — в данном случае финансовый рычаг играет позитивную роль; и наоборот; когда рентабельность активов меньше 8%, то чем больше ссудная задолженность, тем ниже доходность собственного капитала, т. е. финансовый рычаг играет негативную роль;
- 3) дисперсия доходности собственного капитала, а значит, тот уровень финансового риска, которому подвержены собственники предприятия, тем выше, чем больше коэффициент задолженности. Высокий (более 1,0) коэффициент задолженности позволяет собственникам-акционерам получить максимальную прибыль на вложенный ими капитал при весомерном значении рентабельности активов.

В то же время они подвержены большому риску, если рентабельность активов неожиданно снизится.

Финансовый левеверидж — это механизм, овладеть которым финансовый директор может только в том случае, если располагает точной информацией о рентабельности активов предприятия. В ином случае ему целесообразно обращаться с коэффициентом задолженности очень осторожно, взвешивая последствия новых заимствований на кредитном рынке.

Следует отметить, что расчет ЭФР не дает ответа на вопрос, какой должна быть предельная ставка процента за кредит ($K_{сн}$), выше которой акционерной компании невыгодно заключать кредитный договор с банком. Соблюдение данной ставки в кредитном договоре позволит корпорации сохранить уровень рентабельности собственного капитала.

Величину предельной процентной ставки рекомендуют определять по формуле:¹

$$K_{сн} = K_{сн} + \frac{\left[\frac{ЧП \times \left(\frac{ИС \times ЧП_0}{И} \right)}{ИЗ} \right] \cdot 00}{ИЗ}, \quad (4.22)$$

где $K_{сн}$ — предельная кредитная ставка, %; $K_{сн}$ — нормативная (учетная) ставка, установленная Центральным банком РФ; $ИС$ — источники собственных средств (собственный капитал); $И$ — общая сумма источников (валюта пассива баланса); $ИЗ$ — источники заемных средств (заемный капитал); $ЧП_0$ — чистая прибыль компании в базисных условиях, когда она не пользовалась кредитом; $ЧП$ — чистая прибыль в расчетном периоде (за период привлечения кредита).

Расчет квартальной нормативной ставки Банка России осуществляют по формуле:

$$K_{сн(кварт)} = \frac{K_{сн}(\text{год}) \times 90 \text{ дн.}}{360 \text{ дн.}}. \quad (4.23)$$

¹ Мазурова И. И., Романовский М. В. Условия прибыльной работы предприятия. — СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 1992. С. 44.

Для каждой конкретной кредитной сделки можно определить предельно допустимую ставку банковского процента ($K_{сн}$):¹

$$K_{сн} = K_{сн} + \left(\frac{ЧП}{ИЗ} \times 100 \right), \quad (4.24)$$

где $K_{сн}$ — ставка рефинансирования (нормативная) Центрального банка России, %; $ЧП$ — чистая прибыль по конкретной коммерческой сделке; $ИЗ$ — заемные источники средств в форме кредита.

Второй способ расчета ЭФР можно рассматривать как процентное (индексное) изменение чистой прибыли на каждую обыкновенную акцию и вызываемое данным процентным изменением колебание валовой прибыли, т. е. прибыли до уплаты процентов за кредит и налога на прибыль ($ЕВИТ$). Экономисты США, Канады и Великобритании силу воздействия финансового рычага (СВФР) определяют по формуле:

$$\text{СВФР} = \frac{\Delta ВП \times (1 - H_c) \times K_{оа}}{K_{оа} \times (ВП - ПК) \times (1 - H_c)} \times \frac{ВП}{\Delta ВП} = \frac{\Delta ВП}{ВП - ПК} \times \frac{ВП}{\Delta ВП} = \frac{ВП}{ВП - ПК},$$

где $K_{оа}$ — количество обыкновенных акций, находящихся в обращении; $ПК$ — сумма процентов за кредит; $ВП$ — валовая прибыль; H_c — ставка налога на прибыль, доли единицы.

Указанную выше формулу можно представить и в другом виде:

$$\text{СВФР} = \frac{\text{процентное изменение чистой прибыли на одну обыкновенную акцию}}{\text{процентное изменение валовой прибыли (ЕВИТ) на одну обыкновенную акцию}} \quad (4.25)$$

Чем меньше СВФР, тем ниже финансовый риск, связанный с данной компанией. Если заемные средства не привлекают в оборот, то СВФР = 1,0 — это случай ОАО № 1 (14,4 млн руб./14,4 млн руб.). Для ОАО № 2 СВФР = 1,6 (14,4/9,0). Приведенные данные взяты из табл. 4.6.

Интерпретация данного параметра заключается в следующем. Если СВФР равна 1,6, то увеличение операционной прибыли ($ЕВИТ$), допустим, на 5% приведет к более значительному росту чистой прибыли на 8% ($5\% \times 1,6$). С другой стороны, падение операционной прибыли на 5% будет сопровождаться весомым снижением чистой прибыли на те же 8%.

В качестве компенсации за больший риск владельцы (собственники) компании будут требовать увеличения доходности на вложенный капитал.

Следовательно, чем больше СВФР, тем выше финансовый риск, который генерирует данная акционерная компания (корпорация). В связи с этим:

1. Для банка возрастает риск непогашения кредита и процентов по нему (в случае снижения финансовой устойчивости и платежеспособности заемщика).
2. Для конкретного инвестора увеличивается риск падения дивидендов на принадлежащие ему акции компании-эмитента с высоким уровнем финансового риска.
3. Для корпорации в целом финансовый рычаг является потенциальной возможностью влиять на объем чистой прибыли и доходность собственного капитала через использование заемных средств.

¹ Бочаров В. В., Леонтьев В. Е. Корпоративные финансы. — СПб.: Питер, 2004. С. 283.

Второй способ измерения эффекта финансового рычага дает возможность выполнить сопряженный расчет силы воздействия финансового и операционного (производственного) рычагов и установить совокупный (общий) риск, характерный для данного предприятия (корпорации).

4.8. Технология кредитования банком предприятия-заемщика

Кредит характеризуют предоставлением кредитной организацией (банком) денежных средств заемщику в размере и на условиях, определенных кредитным договором. При этом заемщик обязуется возратить полученную сумму и уплатить проценты по ней (ст. 819 ГК РФ).

При кредите заимодавцем является банк (кредитная организация), а предметом займа являются денежные средства, предоставляемые в ссуду. В роли заемщиков выступают хозяйствующие субъекты, испытывающие потребность в дополнительных денежных ресурсах для осуществления текущей (операционной) и/или инвестиционной деятельности.

Существуют следующие виды денежных кредитов:

- 1) налоговый кредит (ст. 65 НК РФ);
- 2) инвестиционный налоговый кредит (ст. 65–67 НК РФ);
- 3) финансовый кредит;
- 4) коммерческий кредит.

В отечественной практике наибольшее распространение получил финансовый кредит — прямая выдача денежных средств кредитором заемщику. Порядок и условия кредитования в России регулируют гл. 42 «Заем и кредит» ГК РФ.

С точки зрения обеспечения кредиты бывают бланковые (без обеспечения) и имеющие обеспечение. Кредиты с обеспечением разделяют на: подтоварные, вексельные (покупки или залог векселей), фондовые (под залог ценных бумаг), ипотечные (под залог недвижимости) и др.

По характеру погашения задолженности кредиты бывают погашаемые единовременным платежом и в рассрочку. Относительно сферы применения и видов заемщиков существуют два вида финансового кредита: межбанковский кредит (в роли заемщика выступает банк) и кредит для коммерческих целей, при котором заемщиком является предприятие, товарищество, хозяйственное общество и т. д. Финансовые кредиты в основном выдают банки, хотя они могут быть предоставлены и организациями, имеющими свободные денежные средства (например, центральной компанией участникам ФПГ; материнской компанией дочерним акционерным обществам и т. д.).

Основные этапы (шаги) кредитных отношений банков с клиентами (заемщиками) следующие:

1. Рассмотрение заявки на кредит и личные контакты специалистов банка с предполагаемым заемщиком.
2. Анализ кредитоспособности возможного заемщика и оценка качества заявки.
3. Подготовка кредитного договора.
4. Оформление кредита и контроль над выполнением условий кредитного договора.

Рассмотрим более подробно содержание каждого этапа.

Первый этап. На первом этапе после предварительного рассмотрения заявки на кредит дальнейшее ее изучение рекомендуют проводить в процессе беседы с будущим заемщиком.

В кредитной заявке должны содержаться следующие сведения по основным параметрам кредитной сделки.

1. Цель кредита. Необходимо убедиться, что кредит испрашивается для выполнения уставных целей заемщика. Это подтверждается бизнес-планом, договорами (контрактами) с его партнерами и иными документами.
2. Обоснование заявки в отношении испрашиваемого кредита характеризует степень участия собственных средств клиента в финансировании мероприятия (проекта). При этом сопоставляют сумму кредита с оборотами по расчетным счетам клиента и с объемом его хозяйственной деятельности (с величиной чистой выручки от продажи товаров, продукции, работ, услуг).
3. Соответствие сроков погашения кредита и уплаты процентов по нему реальными возможностями клиента определяются предоставляемыми данными технико-экономического обоснования кредита, бизнес-планами, графиками поступления денежных средств на расчетные счета в период действия кредитных отношений. Во многих случаях источником погашения кредита является выручка от реализации продукции. Поэтому изучают соответствующие показатели финансового плана (бюджета) заемщика. На первом этапе устанавливают характер его деловых связей с партнерами (с потребителями его продукции и поставщиками), что важно для прогноза выручки от продаж. Риск банка повышается, если заемщик заключил крупные контракты с одним-двумя покупателями его продукции. Если погашение кредита предусматривают за счет продажи активов заемщика (недвижимость, ценные бумаги и др.), то изучают соответствие суммы и сроков возможной выручки от их продаж срокам возврата и сумме кредита.
4. При рассмотрении срока кредита банки исходят из того, что чем длительнее срок ссуды, тем выше риск ее непогашения из-за непредвиденных обстоятельств.
5. Обеспечение — важнейший элемент кредитной сделки. В качестве обеспечения кредита используют:
 - ◆ залог имущества, принадлежащего клиенту;
 - ◆ гарантии юридических лиц, располагающих денежными средствами для погашения кредита (в роли гарантов могут выступать и физические лица, заинтересованные в получении кредита);
 - ◆ поручительство юридического лица;
 - ◆ наличные рублевые или валютные депозиты, размещенные в банке;
 - ◆ ликвидные ценные бумаги;
 - ◆ страхование ответственности заемщика за непогашение кредита;
 - ◆ страхование банком риска непогашения кредита;
 - ◆ переуступка (цессия) в пользу банка требований и счетов заемщика третьему лицу.

Залог имущества может оформляться как на предприятие (хозяйствующий субъект) в целом, так и на его отдельные активы (материальные запасы, продукцию, товары и т. д.).

Залоговое право — это вещественная претензия на движимое и недвижимое имущество заемщика либо имущественные права или претензия на право получения компенсации от продажи заложенного имущества, если должник не в состоянии погасить свою задолженность по кредиту перед банком.

Гарантия — это обязательство гаранта выплатить за должника определенную сумму при наступлении гарантийного случая. Гарантия (в отличие от поручительства) не является документом, дополняющим кредитный договор, поскольку оформляется гарантийным письмом.

Поручительство — это договор с односторонними обязательствами, на основании которого поручитель берет обязательство перед заимодавцем (банком) оплатить при необходимости задолженность заемщика. Договор поручительства служит дополнением к кредитному соглашению (договору). Обеспечение кредита в форме поручительства или гарантии предусматривает право банка-кредитора на безусловное списание денежных средств в фиксированных размерах со счетов поручителя или гаранта в случае непогашения в установленный срок заемщиком обязательства по полученному кредиту.

Страхование ответственности заемщика за непогашение кредита является в современных условиях достаточно распространенной формой страхования, хотя оно и повышает затраты заемщика на кредит за счет страховой премии (платы за страхование кредита).

Переуступку (цессию) в пользу банка требований и счетов заемщика третьему лицу оформляют специальным договором. Банк имеет право воспользоваться поступившей выручкой от продаж только для погашения выданного кредита и уплаты процентов за него. Формы обеспечения кредита определяют в каждом конкретном случае с учетом характера кредитуемого мероприятия.

В случае, когда предметом залога являются ценные бумаги в форме векселей, банки принимают в обеспечение кредита векселя, имеющие реальное товарное покрытие. Предъявляемые векселя банки проверяют с точки зрения их экономической и юридической надежности, правильности заполнения всех реквизитов, полномочий лиц, подписавших вексель.

Следует подчеркнуть, что решение о выдаче кредита должно основываться на сущности кредитуемого мероприятия, а не на привлекательности обеспечения.

Порядок выплаты процентов по кредиту зависит от его срока, надежности обеспечения и от ситуации на рынке ссудного капитала. Общее правило следующее: плату за краткосрочный кредит взимают по ставкам, сложившимся на денежном рынке, а по долгосрочным кредитам — по ставкам рынка капитала. Процентные ставки устанавливают в кредитном договоре банка с заемщиком.

На практике применяют следующие способы взимания процентов: процент удерживают в момент выдачи кредита, в момент погашения кредита или равномерными взносами на протяжении всего срока кредитования. Заемщик возмещает заимодавцу уплаченную им банковскую комиссию, телеграфные и иные расходы, связанные с использованием кредита. Проценты за кредит начисляют с момента его фактического использования.

Проценты систематизируют на обычные, устанавливаемые в пределах срока пользования кредитом, и повышенные, взыскиваемые по просроченным креди-

там. Различают также простые и сложные проценты. Простые проценты начисляются на одну и ту же сумму в течение всего срока пользования кредитом; сложные — с учетом начисленных в предыдущем периоде процентов. Проценты за кредит представляют собой плату за кредитные услуги банка и формируют его доход.

При проведении переговоров клиент обязан представить официально заверенный документ, на основании которого он уполномочен вести переговоры от лица заемщика (подлинник разовой или иной доверенности). В процессе интервью клиент и банк должны еще раз проанализировать кредитную заявку на предмет надежности и финансовой устойчивости ссудополучателя. Если клиент не имел ранее отношений с данным банком, то следует выяснить, почему он не запросил кредит в обслуживающем его банке. После беседы с клиентом банк принимает решение: продолжить с ним контакты или ответить отказом.

Риск по кредиту целесообразно оценить уже на первом этапе. Если банк отказывает клиенту в выдаче кредита, то его отказ должен быть аргументирован. Если он принял положительное решение, то он информирует клиента о том, какие документы необходимы для дальнейшего рассмотрения вопроса о предоставлении кредита.

Второй этап. На втором этапе кредитного процесса от руководителя предприятия-заемщика получают полный пакет документов в соответствии с перечнем, утвержденным правлением банка. При этом особое внимание уделяют вопросам:

- полноты формирования уставного и резервного капитала;
- выполнения обязательств перед банком-кредитором;
- обеспечения готовой продукции (услуг) рынком сбыта;
- наличия договоров с покупателями по кредитуемым ценностям, условий их реализации и форм расчетов;
- состояния расчетов с дебиторами и кредиторами и т. д.

На данном этапе кредитного процесса по бухгалтерскому балансу на последнюю отчетную дату оценивают кредитоспособность заемщика.

Кредитоспособность (в отличие от его платежеспособности) не учитывает неплатежи за истекший период, а прогнозирует его платежеспособность на ближайшую перспективу.

Кредитоспособность оценивают на основе системы показателей, которые отражают источники формирования и размещения оборотных активов, а также конечный финансовый результат (наличие прибыли).

Элементы оценки кредитоспособности следующие:

- правоспособность;
- финансовая устойчивость;
- платежеспособность;
- эффективность использования ресурсов (имущества).

Правоспособность — признанная государством способность юридических лиц иметь права и нести обязанности, предусмотренные Гражданским кодексом РФ.

Правоспособность заемщика появляется с момента регистрации его учредительных документов (устава) в региональных исполнительных органах власти. Банк может заключать кредитные договоры только с правоспособными заемщиками.

Финансовую устойчивость оценивают посредством анализа структуры активов и пассивов баланса. Наиболее важным показателем финансовой устойчивости является коэффициент финансовой независимости ($K_{\text{фи}}$):

$$K_{\text{фи}} = \frac{СК}{ВБ}, \quad (4.26)$$

где $СК$ — собственный капитал (итог раздела баланса «Капитал и резервы»); $ВБ$ — валюта баланса.

Если $K_{\text{фи}} > 0,5$ (или 50%), то это означает, что все заемные средства могут быть в любой момент компенсированы за счет собственного капитала. Анализ $K_{\text{фи}}$ в динамике позволяет прогнозировать финансовую независимость заемщика на перспективу, что исключительно важно для его кредиторов, учредителей и акционеров.

Платежеспособность ссудополучателя характеризует ликвидность его баланса, т. е. возможность быстро трансформировать активы в денежные средства. Ее устанавливают путем анализа бухгалтерского баланса на ликвидность. На практике используют следующие финансовые коэффициенты:

- абсолютной ликвидности ($K_{\text{аб}}$);
- текущей ликвидности ($K_{\text{мл}}$);
- общей ликвидности ($K_{\text{ол}}$).

Они вычисляются по формулам:

$$K_{\text{аб}} = \frac{ДС + КФВ}{КО}; \quad K_{\text{мл}} = \frac{ДС + КФВ + ДЗ}{КО}; \quad K_{\text{ол}} = \frac{ДС + КФВ + ДЗ + З}{КО}, \quad (4.27)$$

где $ДС$ — денежные средства на расчетных, валютных и специальных счетах в банках; а также в кассе; $КФВ$ — краткосрочные финансовые вложения; $ДЗ$ — дебиторская задолженность; $З$ — материально-производственные запасы (включая готовую продукцию, товары и др.); $КО$ — краткосрочные обязательства на последнюю отчетную дату.

Дефицит денежных средств указывает на задержку платежей по текущим финансовым обязательствам, что снижает ликвидность баланса заемщика.

Основные причины недостатка ликвидных средств:

- убытки прошлых лет и отчетного года;
- уценка материальных запасов;
- капитальные затраты, сверх накопленных источников финансирования;
- выпуск продукции, не пользующейся спросом у покупателей;
- излишние вложения в долгосрочные инвестиции (уставные капиталы других предприятий и др.).

В то же время излишек денежных средств на счетах в банках приводит к их обесценению вследствие инфляции, что также нежелательно для предприятия-заемщика.¹

Причины образования излишних ликвидных средств следующие:

- накопление чистой прибыли без расширения объема капиталовложений;
- накопление амортизационных отчислений без соответствующей замены основных средств;

¹ Рекомендуемая доля денежных средств в общем объеме оборотных активов не более 5%.

- мобилизация денежной наличности для покрытия предстоящих первоочередных платежей (в бюджет, в государственные внебюджетные фонды, на оплату труда персонала) и т. д.

Причины образования излишних денежных средств зависят:

- от объема хозяйственной деятельности предприятия (чем больше объем производства и продаж, тем выше материально-производственные запасы);
- от отрасли промышленности и сферы коммерческой деятельности (спроса на продукцию и услуги и скорости поступления денежных средств от покупателей);
- от длительности производственного цикла, что отражается на величине незавершенного производства;
- от сезонности работы предприятия;
- от состояния общей рыночной конъюнктуры (спроса и предложения на товары и услуги), а также от других факторов объективного и субъективного характера.

Наряду с коэффициентами ликвидности для оценки кредитоспособности ссудополучателя используют также показатели оборачиваемости и рентабельности всех активов, оборотных активов и собственного капитала. На основе приведенных показателей и относительной их оценки выясняют класс кредитоспособности заемщика, исходя из которого определяют условия предоставления кредита (размер ссуды, срок, форма обеспечения, процентная ставка).

По характеру кредитоспособности банки систематизируют клиентов на 3–5 классов. В основу определения класса кредитоспособности положены уровень показателей и их рейтинг (классность). Коэффициенты на уровне средних величин являются основанием для отнесения заемщика ко второму классу, выше среднего — к первому, а ниже среднего — к третьему классу.

Рейтинг или весомость показателя в системе определяют специалисты банка для каждого заемщика в отдельности исходя из кредитной политики, особенностей клиента и ликвидности его баланса. Например, высокая доля кредитных ресурсов в пассиве баланса, наличие просроченной задолженности по ссудам повышает роль коэффициентов ликвидности. Отвлечение ресурсов банка в кредитование постоянных запасов, занижение величины собственных оборотных средств повышает рейтинг коэффициента финансовой независимости. Общая оценка кредитоспособности дается в баллах. Они представляют собой общую сумму произведений рейтинга каждого показателя на класс кредитоспособности.

Первый класс имеет от 100 до 150 баллов; второй класс — от 151 до 250 баллов; третий класс — свыше 251 балла. Исходя из величины коэффициентов ликвидности и финансовой независимости заемщиков можно условно классифицировать на три класса (табл. 4.7).

Для оценки класса кредитоспособности приведем выписку из бухгалтерского баланса заемщика на последнюю отчетную дату с группировкой оборотных активов по степени ликвидности (табл. 4.8).

Исходя из табл. 4.8 рассчитаем основные финансовые коэффициенты:

$$K_{ал} = \frac{8400}{57720} = 0,146; \quad K_{мл} = \frac{8400 + 24\,600}{57720} = 0,572;$$

Таблица 4.7
Классы кредитоспособности клиентов коммерческого банка

Коэффициенты	Класс		
	1	2	3
1. $K_{ал}$	> 0,2	0,15–0,20	< 0,15
2. $K_{мл}$	> 0,8	0,5–0,8	< 0,5
3. $K_{ол}$	> 2,0	1,0–2,0	< 1,0
4. $K_{фн}$	> 60%	50–60%	< 50%

Таблица 4.8
Выписка из баланса ссудозаемщика

Показатель	Сумма, тыс. руб.
Ликвидные средства первого класса	8400
Ликвидные средства второго класса (расчеты с дебиторами)	24600
Ликвидные средства третьего класса (запасы)	27120
Краткосрочные обязательства (из пассива баланса)	57720
Справочно:	
валюта баланса	149880
собственный капитал	82440

$$K_{ол} = \frac{8400 + 24600 + 27120}{57720} = 1,04; \quad K_{фн} = \frac{82440}{149880} = 0,55.$$

По классификации (табл. 4.7) ссудополучатель относится:

- к третьему классу по $K_{ал}$ (0,146);
- ко второму классу по $K_{мл}$ (0,572);
- ко второму классу по $K_{ол}$ (1,04);
- ко второму классу по $K_{фн}$ (0,55).

Далее рассчитаем рейтинг заемщика (табл. 4.9).

Следовательно, данный заемщик относится ко второму классу кредитоспособности. Поэтому банк вправе предоставить ему кредит в обычном порядке.

С предприятиями каждого класса кредитоспособности банки по-разному организуют свои кредитные отношения. Так, заемщикам первого класса они могут открывать кредитную линию, кредитовать по контокоррентному счету, выдавать в разовом порядке бланковые кредиты без обеспечения с взиманием пониженной процентной ставки.

Открытие кредитной линии выражается в заключении договора о максимальной сумме кредита, которую заемщик вправе использовать в течение оговоренного срока (года) и при соблюдении определенных условий кредитования. В течение срока кредитной линии ссудозаемщик может получить в банке кредит в любой момент без дополнительных переговоров и оформления. Однако банк сохраняет за собой право отказать клиенту в предоставлении очередного кредита (в рамках утвержденного лимита) при существенном ухудшении финансового положения заемщика. Клиент может обратиться в банк с просьбой о пересмотре лимита кредитования по кредитной линии в течение срока действия договора. Кредитную линию, как правило, открывают заемщикам с устойчивым финансовым положением и высокой деловой репутацией.

Таблица 4.9
Расчет рейтинга заемщика

Коэффициенты	Класс		
	1	2	3
1. $K_{ал}$	> 0,2	0,15–0,20	< 0,15
2. $K_{мл}$	> 0,8	0,5–0,8	< 0,5
3. $K_{ол}$	> 2,0	1,0–2,0	< 1,0
4. $K_{фи}$	> 60%	50–60%	< 50%

Для первоклассного заемщика может быть открыт специальный ссудный счет — контокоррент. Это единый активно-пассивный счет, на котором учитывают все операции банка с клиентом. На контокорренте отражают, с одной стороны, кредит банка и все платежи со счета по поручению клиента, с другой — средства, поступившие в банк от клиента в форме выручки от продаж, вкладов, дебиторской задолженности и др. Контокоррент представляет собой сочетание ссудного счета с текущим и может иметь дебетовое и кредитовое сальдо. Подобное кредитование дает возможность осуществлять денежные операции не только в пределах свободного остатка средств на счете, но и за счет кредита банка, что обеспечивает стабильную платежеспособность клиента.

Кредитование клиентов второго класса осуществляют на обычных условиях, т. е. при наличии соответствующих форм обеспечения. Процентные ставки зависят от вида обеспечения, спроса на кредиты, учетной ставки Центрального банка России и др.

Предоставление кредита заемщикам третьего класса связано для банка с риском неплатежа по основной сумме долга и процентам. Если банк решается на выдачу кредита заемщику третьего класса, то его размер не должен превышать величину уставного капитала клиента. Процентную ставку за кредит устанавливают на более высоком уровне, чем для заемщиков второго класса. Если кредит был выдан клиенту ранее, до ухудшения финансового положения, то банк вправе изучить причины и условия негативной ситуации, чтобы уберечь предприятие от банкротства. При невозможности существенно улучшить платежеспособность клиента банк вправе прекратить его дальнейшее кредитование и приступить к взысканию ранее выданных кредитов, а также обратиться взыскание на заложенное имущество в порядке, установленном законодательством. Банк может обратиться в арбитражный суд с заявлением о возбуждении производства по делу о несостоятельности (банкротстве) должника, не исполняющего обязательства по кредитному договору.

Третий этап. На данном этапе осуществляют подготовку кредитного договора. Установив возможность выдачи кредита с учетом имеющихся кредитных ресурсов, специалисты банка подготавливают кредитный договор с клиентом. Его часто называют договором банковской ссуды. Кредитный договор должен быть заключен в письменной форме, иначе он недействителен. Условия кредитного договора зависят от кредитной политики, проводимой банком; наличия и стоимости кредитных ресурсов; концепции финансовой и денежно-кредитной политики государства; соотношения уровня риска и доходности кредитования конкретного предприятия (проекта) и т. д.

В кредитном договоре фиксируют: цель, сумму и порядок выдачи кредита, процентную ставку, взаимные обязательства сторон, надзорную функцию банка в процессе кредитования и другие условия.

Заключение кредитного договора осуществляют дифференцированно исходя из целевого назначения кредита:

- одноразовые кредитные сделки;
- кредитование по спецсудным счетам;
- кредитование мероприятий инвестиционного характера;
- кредитование запасов и сезонных затрат;
- онкольный кредит (заем до востребования) — погашается по первому требованию банка; его выдают, как правило, под обеспечение товарами и ликвидными ценными бумагами.

Погашение онкольного кредита осуществляют со специального текущего счета за счет средств, поступивших на данный счет, или путем реализации залога. Предупреждение заемщику о погашении онкольного кредита делается обычно заранее — 2–7 дней. Процентная ставка по нему обычно ниже, чем по срочным кредитам. С позиции срока возврата и качества обеспечения онкольный кредит считают наиболее ликвидной статьей актива баланса банка после кассовой наличности.

Типовые формы кредитных договоров разрабатывают сами банки с учетом рекомендаций Банка России, что находит отражение в утверждаемом правлением коммерческого банка Положении о кредитовании. Кредитные договора часто уточняют дополнительными соглашениями. Для обобщения сведений о заемщике рекомендуют составлять учетную карточку ссудозаемщика с приложением балансового отчета.

Четвертый этап. Последний этап заключается в оформлении кредита и контроле за выполнением кредитного договора. Для получения кредита заемщик должен представить банку-кредитору следующие документы:

1. Заявление-ходатайство на получение ссуды.
2. Копии учредительных документов заверенные нотариусом.
3. Карточку с образцами подписей и печати заверенная нотариусом.
4. Техничко-экономическое обоснование (ТЭО) потребности в кредите.
5. Бухгалтерский баланс на последнюю отчетную дату (заверенный налоговым органом) для определения кредитоспособности заемщика.
6. Справку из налогового органа о состоянии расчетов с бюджетом.
7. Проект кредитного договора по форме, принятой в данном банке.
8. Договор залога, договор поручительства, гарантийное письмо организации-гаранта (банка, солидной компании и др.), договор о страховании ответственности заемщика на случай непогашения кредита.
9. Срочное обязательство-поручение на погашение кредита в соответствии с установленными сроками.
10. Справки о полученных заемщиком средствах в других банках.

Все предъявленные документы тщательно проверяют и анализируют. После решения вопроса о выдаче кредита специалист банка формирует кредитное досье заемщика, включая все представленные документы и расчеты. В соответствии с по-

рядком и условиями выдачи кредита по договору кредитный отдел банка оформляет распоряжение операционному отделу на предмет его выдачи клиенту.

Для обеспечения целевого характера кредита и совершения намеченной сделки его направляют, как правило, на оплату расчетных документов за кредитуемые товарно-материальные ценности, выполненные работы и оказанные услуги.

Погашение кредита осуществляют одновременно или частями. При единовременном погашении всю задолженность по кредиту оплачивают не позднее дня наступления платежа в соответствии со срочными обязательствами. При погашении кредита частями срочные обязательства можно оформить на каждую конкретную его часть. Погашение кредита и процентов по нему при наступлении срока платежа осуществляют в соответствии с кредитным договором путем списания средств с расчетного счета должника согласно его обязательству. Клиент вправе по согласованию с банком погасить кредит досрочно — полностью или частично.

При непогашении кредита и процентов по нему в договорные сроки из-за отсутствия денежных средств на расчетном счете должника банк предъявляет задолженность к взысканию с учетом форм обеспечения кредита в соответствии с действующим законодательством. В отдельных случаях по обоснованному ходатайству заемщика банк может предоставить отсрочку в погашении кредита с уплатой повышенного процента. Непогашенные в срок кредиты перечисляют на счет просроченных ссуд с применением к заемщику финансовых санкций. В случае невыполнения заемщиком обязательств по погашению кредита или неуплаты процентов банку предоставляется право безакцептного списания средств с его расчетного счета. Это возможно при наличии в договоре банковского счета или кредитном договоре условия о безакцептном списании средств.

Взаимоотношения банка и клиента по открытию и закрытию банковского счета регулируются гл. 45 «Банковский счет» ГК РФ.

4.9. Критерии определения эффективности использования заемного капитала

Для оценки эффективности заемных средств используют систему аналитических показателей. Важнейшие из них следующие:

1. Коэффициент финансовой напряженности ($K_{ф. \text{напр}}$):

$$K_{ф. \text{напр}} = \frac{\text{заемные средства}}{\text{валюта баланса}}. \quad (4.28)$$

Коэффициент показывает долю заемных средств (включая кредиторскую задолженность) в валюте баланса заемщика; рекомендуемое значение показателя не более 0,5 (или 50%).

2. Коэффициент соотношения между долгосрочным и краткосрочным заемным капиталом (K_c):

$$K_c = \frac{ДЗК}{КЗК}, \quad (4.29)$$

где $ДЗК$ — долгосрочный заемный капитал (долгосрочные обязательства) по бухгалтерскому балансу на последнюю отчетную дату; $КЗК$ — краткосрочный заемный капитал по бухгалтерскому балансу на последнюю отчетную дату.

Данный параметр индивидуален для каждого заемщика и анализируется за ряд периодов (кварталов, лет). Увеличение этого коэффициента свидетельствует об инвестиционной направленности привлечения заемного капитала.

3. Уровень общей платежеспособности предприятия (Y_{on}):

$$Y_{on} = \frac{\text{долгосрочные обязательства} + \text{краткосрочные обязательства}}{\text{среднемесячная выручка от продаж}}. \quad (4.30)$$

Данный параметр показывает общую ситуацию с платежеспособностью предприятия, объемами его заемных средств и сроками возможного погашения задолженности перед кредиторами.

При $Y_{on} > 1,0$ задолженность потенциально может быть погашена за пределами месячного срока; при $Y_{on} < 1$ — в пределах месячного срока.

Структура долговых обязательств и способы кредитования хозяйствующего субъекта выражают степень распределения показателя «уровень общей платежеспособности» на коэффициенты задолженности по займам и кредитам, поставщикам и подрядчикам, налоговым органам, персоналу и др. Преобладание в структуре долгов кредиторской задолженности контрагентам, персоналу и государству негативно характеризует деятельность предприятия.

4. Коэффициент задолженности по займам и кредитам ($KЗ_{зк}$):

$$KЗ_{зк} = \frac{\text{долгосрочные обязательства} + \text{краткосрочные займы и кредиты}}{\text{среднемесячная выручка от продаж}}. \quad (4.31)$$

Этот коэффициент выражает потенциальную способность предприятия возместить за счет среднемесячной выручки от реализации продукции (работ, услуг) свои долгосрочные обязательства и полученные краткосрочные займы и кредиты.

5. Коэффициент привлечения средств (K_{nc}):

$$K_{nc} = \frac{KЗК}{OA}, \quad (4.32)$$

где $KЗК$ — привлеченный заемный капитал со сроком погашения до 12 месяцев по бухгалтерскому балансу предприятия на последнюю отчетную дату; OA — оборотные активы по бухгалтерскому балансу на эту дату.

Данный показатель характеризует степень участия краткосрочного заемного капитала в покрытии оборотных активов. Чем ниже уровень этого коэффициента, тем выше кредитоспособность клиента банка.

6. Более частным параметром является коэффициент привлечения средств в чистом виде ($K_{ncз}$):

$$K_{ncз} = \frac{ЗС}{\text{запасы}}, \quad (4.33)$$

где $ЗС$ — заемные средства по балансу на последнюю отчетную дату.

Доля собственных оборотных средств в покрытии запасов должна составлять не менее 50%, остальные 50% возмещают за счет краткосрочных кредитов банков и кредиторской задолженности по товарным операциям. Собственные оборотные средства выражают разницу между оборотными активами и краткосрочными обязательствами по пассиву баланса.

7. Обобщенный коэффициент финансовой устойчивости ($OK_{фy}$) устанавливают по формуле:

$$OK_{фy} = \frac{СК + ДО}{\text{валюта баланса}}, \quad (4.34)$$

где $СК$ — собственный капитал по балансу заемщика; $ДО$ — долгосрочные обязательства по балансу заемщика.

Данный параметр выражает ту часть актива баланса, которую покрывают за счет наиболее устойчивых источников. Рекомендуемое значение коэффициента — 0,7–0,8 (70–80%).

8. Коэффициент капитализации (K_k):

$$K_k = \frac{\text{долгосрочные обязательства}}{\text{долгосрочные обязательства} + \text{собственный (акционерный) капитал}}. \quad (4.35)$$

Этот показатель концентрирует внимание специалистов банка на использовании клиентом постоянных источников финансирования. Он характеризует степень зависимости ссудозаемщика от его долгосрочных кредиторов и акционеров или долю долгосрочных займов и кредитов в постоянных (фиксированных) пассивах. Данный параметр индивидуален для каждого отдельно взятого заемщика.

9. Коэффициент соотношения долга и объема продаж ($K_{сдп}$):

$$K_{сдп} = \frac{\text{совокупные обязательства}}{\text{чистый объем продаж (без косвенных налогов)}}. \quad (4.36)$$

В состав совокупных обязательств включают долгосрочные и краткосрочные заемные средства. Взаимосвязь между совокупным долгом и объемом продаж заключается в том, что от последнего параметра в конечном итоге зависит объем денежных средств, необходимых для погашения долговых обязательств. Если обязательства заемщика увеличиваются пропорционально объему продаж, то финансовым менеджерам придется компенсировать расходы на увеличение долга либо путем поиска наиболее дешевых источников кредита, либо путем снижения условно постоянных издержек, чтобы большая часть доходов от продаж трансформировалась в прибыль.

10. На уровень ликвидности баланса заемщика значительное влияние оказывает срок предоставления кредита. Средний период предоставления кредита может быть установлен по формуле:

$$\begin{aligned} & \text{период кредита, дни} = \\ & = \frac{\text{средний остаток ссудной задолженности за период } D}{\text{среднедневная выручка (нетто) от продажи товаров}}, \end{aligned} \quad (4.37)$$

где D — длительность периода: год — 360 дней, квартал — 90 дней.

Рассмотренные показатели анализируют за ряд периодов и делают выводы о текущей и потенциальной кредитоспособности предприятия-заемщика. Подобный анализ осуществляет как финансовая служба хозяйствующего субъекта, так и специалисты кредитной организации.

Глава 5

ТЕХНОЛОГИЯ ПРИНЯТИЯ РЕШЕНИЙ ПО УПРАВЛЕНИЮ ОСНОВНЫМ КАПИТАЛОМ

5.1. Экономическая сущность, состав и структура основного капитала

В результате вложения капитала (собственного и заемного) формируют основной и оборотный капитал предприятия (корпорации). В процессе функционирования основной капитал принимает форму внеоборотных активов, а оборотный капитал — форму оборотных активов.

Понятия «основной капитал», и «внеоборотные активы» не тождественны. В состав последних наряду с основным капиталом включают: нематериальные (неосязаемые) активы, незавершенное строительство, доходные вложения в материальные ценности, долгосрочные финансовые вложения, отложенные налоговые активы, прочие внеоборотные активы (элементы, не вошедшие в указанные выше статьи).¹

По экономическому содержанию внеоборотные активы представляют собой совокупность имущественных и интеллектуальных ценностей, имеющих денежную оценку, многократно участвующих в производственно-торговом процессе и переносящих свою стоимость на готовую продукцию частями (нематериальные активы, основные средства, доходные вложения в материальные ценности).

В отличие от внеоборотных активов основной капитал — это совокупность денежных средств, вложенных в материально-вещественные ценности, многократно участвующие в процессе хозяйственной деятельности и переносящие свою стоимость на готовый продукт в течение длительного периода времени (более одного года).

В бухгалтерском учете применяют термин «основные средства», а в Налоговом кодексе (гл. 25) — термин «амортизируемое имущество».

Основной капитал в материально-вещественной форме представляет собой производственно-технический потенциал предприятия (корпорации), а в стоимостной форме — экономический потенциал, поэтому изучение влияния основного капитала на производство, эффективных параметров его использования представляет практический интерес. Особо это относится к экономической сущности природных ресурсов (земле, месторождениям полезных ископаемых).

¹ Активы предприятия — все имущество (материальные, нематериальные и финансовые активы), которым оно располагает и которое отражено в его балансе.

Сами по себе природные ресурсы не имеют стоимости и поэтому не относятся к основному капиталу. Однако осуществленные в них капитальные затраты (например, в многолетние насаждения, ирригационные сооружения и т. д.) создают их стоимость и тем самым превращают их в основной капитал.

В условиях рыночного хозяйства основной капитал может представить государственную, частную и смешанную формы собственности. Однако независимо от правового статуса функционирования основного капитала он выражает значительную часть национального богатства общества, что подтверждается данными табл. 5.1.¹

Таблица 5.1

Динамика основного капитала по народному хозяйству РФ и по формам собственности по полной учетной стоимости (в ценах соответствующих лет)

На начало года	Основной капитал, всего, трлн руб.	В том числе по формам собственности		То же в процентах (по формам собственности)			Доля основного капитала в национальном богатстве России, %
		государственная	негосударственная	всего	из них		
					Государственная	Негосударственная	
1995 г.	5,2	2,2	3,0	100	42	58	88
1996 г.	13,1	5,8	7,3	100	44	56	86
1997 г.	13,3	6,0	7,3	100	45	55	84
1998 г.	14,2	6,4	7,8	100	45	55	83
1999 г.	14,5	6,4	8,1	100	45	55	82
2000 г.	16,6	7,1	9,5	100	43	57	80
2001 г.	24,3	10,2	14,1	100	42	58	77
2002 г.	24,3	10,2	14,1	100	42	58	77
2003 г.	25,8	10,8	15,0	100	42	58	76

Проблемы воспроизводства и перспективного развития основного капитала занимают приоритетное место в экономике страны. В результате этого повышается заинтересованность (и материальная ответственность) собственников (учредителей и акционеров), управленческого персонала (менеджеров всех уровней) предприятий (корпораций) в эффективном использовании реальных инвестиций, вкладываемых в производство, и в рациональной эксплуатации основного капитала. Особую роль здесь играют активные элементы основного капитала (машины и оборудование), поскольку они непосредственно задействованы в производственном процессе. Эффективность инвестиций в основной капитал определяют в процессе его функционирования на каждом предприятии.

Рациональное использование основного капитала оказывает непосредственное влияние на потребность предприятия в оборотном капитале, и прежде всего в производственных запасах. Уменьшение абсолютного объема последних на конец отчетного периода приводит к относительному снижению материальных запасов, приходящихся на единицу основного капитала. Количественное соотношение

¹ По данным Российского статистического ежегодника за 2003 г.

между основным и оборотным капиталом выражает органическое строение капитала. На практике это строение устанавливают как отношение основного и оборотного капитала в денежном выражении по среднегодовому объему. В различных отраслях и сферах хозяйствования соотношение между основным и оборотным капиталом сильно различается. Удельный вес основного капитала особенно высок в отраслях добывающей промышленности, в тяжелом машиностроении, на железнодорожном транспорте и др.

Классификация капитала по объему инвестирования на основной и оборотный зависит от той функции, которую они выполняют в процессе производства. В основу такого деления положены не производственно-технические, а экономические различия.

Наиболее важные из них заключаются в следующем:

- несовпадение в производственном использовании вещественных элементов капитала — одна часть потребляется полностью в течение одного цикла производства, а другая используется длительное время;
- за указанным несовпадением следует различие в перенесении стоимости на готовый продукт;
- несовпадение в перенесении стоимости приводит к различиям в характере ее использования;
- несовпадение перенесения и обращения стоимости обуславливает и неодинаковый процесс возмещения капитальной стоимости в готовом продукте, а также характер возобновления в первоначальной материально-вещественной форме.

Таким образом, исходную базу экономической определенности основного и оборотного капитала формирует первый процесс — несовпадение в производственном использовании вещественных элементов капитала. Особенности производственного использования отдельных элементов капитала обуславливают различия в перенесении стоимости, ее обращении и возмещении в стоимости готовой продукции (товаров, работ, услуг).

Состав основного капитала — это совокупность образующих его элементов: зданий, сооружений, передаточных устройств, машин и оборудования, транспортных средств, вычислительной техники и др.

Структура основного капитала — это удельный вес каждого элемента в его общем объеме. Она служит показателем технического уровня развития производства в промышленности и других отраслях народного хозяйства. Управление этой структурой имеет практическое значение для каждого предприятия, так как позволяет оптимизировать поток инвестиционных ресурсов, направляемых на обновление и техническое совершенствование его производственного потенциала.

Основной капитал систематизируют по следующим признакам:

- по функциональному назначению — активный и пассивный;
- по характеру владения — собственный и арендованный основной капитал;
- по характеру обслуживания отдельных видов деятельности — производственный и непроизводственный;
- по формам залогового обеспечения кредита и по особенностям страхования — движимый и недвижимый;

- по формам стоимостной оценки — первоначальная, восстановительная, остаточная и ликвидационная стоимость отдельных элементов основного капитала;
- по степени ликвидности — слаболиквидные и неликвидные элементы; слаболиквидные активы (машины и оборудование) могут быть трансформированы в денежные средства без потерь своей текущей рыночной стоимости только по истечении значительного периода времени; неликвидные активы — не могут быть самостоятельно реализованы (их можно продать в составе целостного имущественного комплекса — производственные здания и сооружения);
- по степени использования — находящийся в эксплуатации, в запасе (резерве), в ремонте, в стадии достройки (дооборудования, реконструкции, модернизации) и частичной ликвидации, а также на консервации;
- исходя из имеющихся у предприятия прав на основные средства: принадлежащие ему на праве собственности, находящиеся в хозяйственном ведении или оперативном управлении, полученные в аренду, в безвозмездное пользование и доверительное управление.

Цель подобной классификации — выявление и удовлетворение потребностей в отдельных видах основных активов для обеспечения операционного и инвестиционного процесса, а также оптимизация их состава и структуры, поддерживающих условия эффективной деятельности предприятия.

Характерные признаки основного капитала:

- использование в процессе производства или для управленческих нужд;
- использование в течение длительного периода (свыше одного года);
- способность приносить экономическую выгоду (доход или прибыль) в будущем.

Следует отметить, что основной капитал не относится ни к одной из финансовых категорий, однако эффективное управление им имеет приоритетное значение в деятельности предприятия (корпорации).

5.2. Принципы и методы управления основным капиталом

Управление основным капиталом — важное звено в системе финансового менеджмента предприятия (корпорации). В данном процессе задействованы: высший управленческий персонал, производственные, инвестиционные и финансовые менеджеры, аналитики и другие специалисты.

Управление основным капиталом выражает совокупность принципов и методов разработки и выполнения управленческих решений, связанных с формированием и рациональным использованием данного капитала в различных видах деятельности предприятий.

Эффективность управления основным капиталом обеспечивают с помощью следующих принципов:

- 1) взаимосвязь с общей системой управления;
- 2) комплексный характер принятия и реализации управленческих решений;

- 3) высокий динамизм управления;
- 4) вариантный подход к разработке отдельных решений по формированию и использованию основного капитала;
- 5) направленность на стратегические цели развития предприятия.

Первый принцип заключается в том, что достижение эффективности деятельности предприятия связано с рациональным использованием основного капитала (особенно его активной части) по времени и производительности, со снижением объемов незавершенного строительства и неустановленного оборудования. Управление основным капиталом взаимодействует с другими направлениями финансового менеджмента, в том числе с производственным, инвестиционным, инновационным и др. На практике приходится принимать управленческие решения о выборе способов обновления основного капитала (новое строительство, реконструкция, техническое перевооружение и пр.) и источников его финансирования.

Второй принцип выражается в том, что управленческие решения в области формирования и использования основного капитала непосредственно воздействуют на конечные финансовые результаты деятельности предприятия (доходы, прибыль, рентабельность, финансовую устойчивость и платежеспособность). Поэтому управление основным капиталом следует рассматривать как комплексную управляющую систему, направленную на достижение конечных целей, определенных учредительными документами или интересами собственника предприятия.

Третий принцип состоит в том, что наиболее удачные управленческие решения в сфере инвестирования в основной капитал, принятые и реализованные в предыдущие годы, не всегда могут быть использованы в последующие периоды.

При принятии новых решений в сфере реального инвестирования следует учитывать влияние внешних (экзогенных) факторов: изменение деловой ситуации на товарном и финансовом рынках; новации в области налогового, таможенного, валютного, денежно-кредитного и иного макроэкономического регулирования национального хозяйства. Наряду с внешними факторами изменяются и внутренние (эндогенные) условия деятельности предприятия на различных этапах его, жизненного цикла, например при освоении новых видов техники, технологии и продукции.

Четвертый принцип заключается в том, что при выборе вариантов реального инвестирования необходимо учитывать определенные критерии, например доходность, окупаемость, безопасность, капиталоемкость и иные параметры оценки и реализации инвестиционных проектов и программ. Эти критерии устанавливает собственник или высший менеджмент предприятия.

Пятый принцип предполагает, что любые управленческие решения в сфере формирования и использования основного капитала должны согласовываться с ключевой целью (миссией) деятельности предприятия, т. е. со стратегическими направлениями его развития (например, освоение новых рынков сбыта продукции, расширение ее ассортимента и повышение качества, диверсификация видов деятельности и т. п.).

Следовательно, эффективная система управления основным капиталом, которая согласуется с указанными принципами, создает благоприятные условия для

производственного и научно-технического развития предприятия (корпорации) на различных этапах его жизненного цикла.

К методическому инструментарию, обеспечивающему управление основным капиталом, относятся:

- анализ эффективности использования отдельных элементов и всей совокупности основного капитала;
- планирование;
- контроль;
- способы начисления амортизации по основным средствам;
- методы оценки стоимости основного капитала во времени;
- оценка степени риска в процессе реального инвестирования (при реализации инвестиционных и инновационных проектов и программ).

5.3. Финансовые показатели, используемые для анализа и оценки основного капитала

Для оценки эффективности использования основного капитала используют традиционные методы финансового анализа, представленные на рис. 5.1.

Источником аналитической информации для анализа является бухгалтерская отчетность (формы № 1, 2, 5). На основе данных этих форм отчетности можно получить систему аналитических показателей (финансовых коэффициентов), позволяющих дать количественную оценку состояния и движения активов пред-

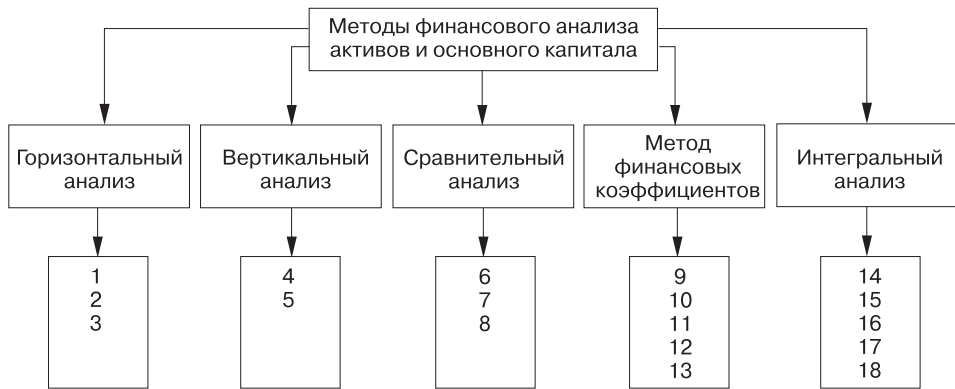


Рис. 5.1. Методы финансового анализа активов и основного капитала, рассматриваемые в теории финансового менеджмента: 1 — построение динамических рядов за несколько отчетных периодов; 2 — изучение показателей динамических рядов; 3 — вывод по результатам анализа динамики показателей; 4 — структурный анализ основного капитала за ряд отчетных периодов; 5 — выводы по результатам структурного анализа; 6 — сравнение показателей за ряд периодов; 7 — сравнение показателей с параметрами конкурентов; 8 — сравнение показателей со среднеотраслевыми параметрами; 9 — анализ доходности основного капитала; 10 — анализ оборачиваемости основного капитала; 11 — анализ отдачи основного капитала (капиталоотдачи); 12 — анализ емкости основного капитала (капиталоемкости); 13 — факторный анализ; 14 — модель анализа по формуле Дюпона; 15 — функционально-стоимостный анализ; 16 — SWOT-анализ активов и основного капитала; 17 — инвестиционный анализ; 18 — имитационный анализ и др.

принятия, включая и основной капитал. Цель такого анализа — построение системы информационных показателей, используемых для выявления резервов повышения эффективности функционирования основного капитала.

Наибольшее распространение в российской практике получил анализ финансовых коэффициентов (R-анализ). Он базируется на определении соотношения абсолютных финансовых показателей между собой. В процессе использования системы относительных показателей (коэффициентов) устанавливают степень их влияния на эффективность функционирования основного капитала.

Финансовые коэффициенты классифицируют по группам.

1. Показатели объема, структуры и динамики основного капитала (по данным бухгалтерской отчетности). При этом должны соблюдаться следующие условия: темп роста прибыли должен быть больше темпа роста выручки от реализации продукции (работ, услуг); темп роста выручки от реализации должен быть выше темпа роста стоимости основных средств; темп роста стоимости основных средств должен быть больше 100%. Прибыль должна увеличиваться быстрее, чем остальные параметры, это означает, что издержки производства должны снижаться, а основные средства использоваться более эффективно. Однако на практике даже у стабильно работающих предприятий возможны отклонения от указанного соотношения показателей.
2. Показатели воспроизводства и оборачиваемости основного капитала.
3. Показатели отдачи и емкости основного капитала.
4. Показатели эффективности затрат на техническое обслуживание и ремонт основных средств.
5. Показатели эффективности инвестиций в основной капитал (анализ и оценка эффективности инвестиционных проектов).

На практике наиболее часто используют следующие параметры воспроизводства и обновления основного капитала:

$$\begin{aligned} \text{коэффициент износа} &= \\ &= \frac{\text{сумма износа}}{\text{первоначальная стоимость основного капитала на конец периода}}; \end{aligned} \quad (5.1)$$

$$\text{коэффициент годности} = 1 - \text{коэффициент износа}; \quad (5.2)$$

$$\begin{aligned} \text{коэффициент обновления} \\ &= \frac{\text{сумма вновь введенных основных средств в периоде}}{\text{стоимость основных средств на конец периода}}; \end{aligned} \quad (5.3)$$

$$\begin{aligned} \text{коэффициент выбытия} \\ &= \frac{\text{сумма выбывающих основных средств в периоде}}{\text{стоимость основных средств на начало периода}}; \end{aligned} \quad (5.4)$$

$$\begin{aligned} \text{период обновления основного капитала} \\ &= \frac{1}{\text{коэффициент обновления}} = \frac{1}{0,1} = 10 \text{ лет.} \end{aligned} \quad (5.5)$$

В состав параметров отдачи и емкости основного капитала включают:

$$\begin{aligned} & \text{коэффициент отдачи (капиталоотдачи)} \\ & = \frac{\text{выручка (нетто) от реализации продукции за период}}{\text{средняя величина основного капитала за период}}; \end{aligned} \quad (5.6)$$

$$\begin{aligned} & \text{коэффициент отдачи основных средств по сумме прибыли} \\ & \text{(уровень доходности)} \\ & = \frac{\text{бухгалтерская прибыль}}{\text{средняя величина основных средств за период}}; \end{aligned} \quad (5.7)$$

$$\begin{aligned} & \text{коэффициент емкости основного капитала (капиталоемкости)} \\ & = \frac{\text{средняя величина основных средств за период}}{\text{выручка (нетто) от реализации продукции за период}}. \end{aligned} \quad (5.8)$$

Чем ниже коэффициент емкости, тем лучше используется основной капитал предприятия:

$$\begin{aligned} & \text{коэффициент структуры основного капитала} \\ & = \frac{\text{стоимость активной части основного капитала на конец периода}}{\text{общая стоимость основного капитала на конец периода}}. \end{aligned} \quad (5.9)$$

Увеличение доли активной части основного капитала рассматривается как тенденция, благоприятная для предприятия:

$$\begin{aligned} & \text{коэффициент инвестиционной активности} = (\text{незавершенное} \\ & \text{строительство} + \text{доходные вложения в материальные ценности} + \\ & \text{+ долгосрочные финансовые вложения}) / \text{общая стоимость} \\ & \text{внеоборотных активов}. \end{aligned} \quad (5.10)$$

Данный показатель выражает инвестиционную активность и определяет долю средств, направленных предприятием на модификацию и совершенствование собственности и на финансовые вложения в другие организации. Неоправданно низкие или слишком высокие значения данного параметра могут характеризовать неправильную стратегию развития хозяйствующего субъекта или недостаточный контроль его собственников за деятельностью высшего менеджмента.

Состояние производственного потенциала и степень обновления основного капитала по средним и крупным предприятиям РФ представлены в табл. 5.2.¹

Как следует из приведенных данных, коэффициент износа основного капитала за последние 8 лет вырос на 10,6 пункта (50,0 – 39,4), в том числе в промышленности на 4,5 пункта (53,0 – 48,5), что замедляет темпы экономического роста во многих отраслях народного хозяйства. Коэффициент обновления основного капитала превышает коэффициент выбытия на незначительную величину, что обеспечивает только его простое воспроизводство.

Эффективность затрат на техническое перевооружение и ремонт основного капитала может быть измерена с помощью следующих параметров:

- доля затрат на ремонт в общих издержках производства;

¹ По данным Российского статистического ежегодника за 2003 г.

Таблица 5.2

Динамика коэффициентов обновления и выбытия в народном хозяйстве России

Показатели	По данным на конец года, %								
	1995 г.	1996 г.	1997 г.	1998 г.	1999 г.	2000 г.	2001 г.	2002 г.	2003 г. (оценка)
1. Коэффициент износа основного капитала — всего, в том числе: в промышленности	39,4	40,6	42,2	41,9	42,4	45,8	47,9	49,5	50,0
	48,5	50,5	52,4	52,9	52,4	51,5	52,9	52,9	53,0
2. Коэффициент обновления основного капитала — всего, в том числе: в промышленности	1,6	1,3	1,1	1,1	1,2	1,4	1,5	1,8	2,0
	1,3	1,2	1,0	0,9	1,0	1,3	1,5	1,4	1,5
3. Коэффициент выбытия основного капитала — всего, в том числе: в промышленности	1,5	1,3	1,2	1,1	0,9	1,0	1,0	1,0	1,2
	1,3	1,3	1,3	1,3	1,0	1,2	1,1	1,1	1,2

- удельный вес затрат на капитальный ремонт в общем объеме издержек производства;
- соотношение затрат на техническое обслуживание, текущий и капитальный ремонт технических средств;
- удельные затраты на капитальный ремонт, приходящиеся на единицу оборудования;
- сравнение затрат на капитальный ремонт с приобретением новой единицы оборудования за счет капиталовложений и т. д.

Указанные параметры сравнивают за ряд периодов (кварталов, лет) и делают выводы об эффективности использования основного капитала на действующем предприятии.

Следует отметить, что незавершенное строительство входит в состав внеоборотных активов и представляет собой разновидность инвестиционных затрат предприятия в собственное развитие и включает:

- затраты на подготовку проектной продукции, по отводу земельных участков и переселение;
- затраты на подготовку кадров для вновь строящихся объектов;
- затраты по возведению зданий и сооружений, по монтажу оборудования, стоимость переданного в монтаж оборудования и другие издержки, предусмотренные сметами, сметно-финансовыми расчетами и титульными списками на капитальное строительство (независимо от способа производства работ — подрядного или хозяйственного);
- затраты на приобретение отдельных объектов основных средств (машин, оборудования и других инвентарных объектов, не требующих монтажа) и пр.

Анализ состояния и движения незавершенного строительства осуществляют по следующим аспектам:

- по срокам ввода в эксплуатацию производственных мощностей и объектов (степени готовности);
- по направлениям дальнейшего использования;
- по стадиям строительства (нулевой цикл, надземная часть зданий и сооружений, монтаж, пуск и наладка оборудования и др.).

При оценке состояния и динамики незавершенного строительства целесообразно учитывать, что данный элемент внеоборотных активов не участвует в процессе производства, требует отвлечения из текущей деятельности значительных финансовых ресурсов, поэтому рост его доли в общем объеме внеоборотных активов следует рассматривать как отрицательную тенденцию.

По результатам анализа незавершенного строительства для руководства предприятия делают следующие выводы:

- 1) степень готовности объектов незавершенного строительства на последнюю отчетную дату;
- 2) размер средств, необходимых для завершения строительно-монтажных работ и ввода объектов в эксплуатацию;
- 3) необходимость и возможность завершения строительных работ либо консервации объектов незавершенного строительства;
- 4) предполагаемая стоимость объектов незавершенного строительства при реализации на рыночных условиях.

5.4. Планирование основного капитала

Планирование является одним из методов управления основным капиталом, который выражает процесс разработки планов и плановых показателей, характеризующих процедуру его формирования, движения и использования.

Планирование основного капитала включает в себя три взаимосвязанных процесса:

- 1) прогнозирование развития производственного потенциала (на период свыше одного года);
- 2) текущее планирование формирования и использования основного капитала (на период в один год);
- 3) оперативное планирование обновления отдельных элементов капитала (машин и оборудования) в пределах краткосрочного прогноза (месяц, квартал).

Процедура планирования реализуется в определенной последовательности. Исходным ее этапом является прогноз важнейших направлений развития производственного потенциала предприятия, т. е. обновление основного капитала за счет крупномасштабных капиталовложений.

Процесс разработки стратегии развития производственного потенциала предприятия (корпорации) включает следующие этапы (шаги):

- установление общего периода, на который ее разрабатывают;
- изучение факторов внешней экономической среды;

- определение долгосрочных целей развития производственного потенциала;
- формирование системы показателей эффективности использования основного капитала;
- детализация информационных показателей по периодам развития основного капитала (например, приоритет коэффициента обновления над коэффициентом выбытия основных средств);
- формирование инвестиционных ресурсов, необходимых для реализации избранной стратегии;
- разработка системы организационно-экономических мероприятий по обеспечению реализации стратегии развития производственного потенциала;
- оценка разработанной стратегии, которая должна согласовываться с общими направлениями финансовой и инвестиционной политики предприятия и предполагает использование прежде всего собственных финансовых ресурсов на осуществление мероприятий по развитию производственного потенциала.

Текущее планирование формирования и использования основного капитала создает базу для разработки и доведения до конкретных исполнителей плановых заданий по всем основным параметрам его эксплуатации (производительности, времени работы, количеству единиц оборудования и др.).

Текущие планы составляют на год с распределением показателей по кварталам (при необходимости такое распределение может проводиться в разрезе более мелких временных периодов).

Исходной информационной базой для разработки текущих планов формирования и использования основного капитала являются:

- результаты финансового анализа использования основного капитала за предшествующий период;
- план выбытия в предстоящем году физически и морально устаревших элементов основного капитала;
- план ввода в действие новых инвентарных объектов и включение их в состав основного капитала;
- план формирования финансовых ресурсов, необходимых для обновления основных средств;
- действующие нормы амортизации по группам основных средств;
- средние процентные ставки на рынке ссудного капитала в случае привлечения заемных средств;
- действующие ставки налоговых платежей в бюджетную систему;
- деловая ситуация на фондовом рынке (в случае эмиссии корпоративных ценных бумаг — акций и облигаций) и пр.

Важнейшие параметры развития производственного потенциала предприятия отражают в инвестиционном плане (бюджете) и в плане (бюджете) доходов и расходов на предстоящий год. Формат инвестиционного плана (бюджета) на предстоящий год и всю инвестиционную программу может иметь следующий вид (табл. 5.3).

Таблица 5.3
Инвестиционный план (бюджет) по ОАО на 2006 г., млн руб.

№ п/п	Разделы, показатели	Год	В том числе по кварталам			
			I	II	III	IV
1	I. Капитальные затраты					
2	Строительство или приобретение зданий и сооружений	41,6	9,2	9,6	11,2	11,6
3	Приобретение машин и оборудования, требующих монтажа	20,8	4,6	4,8	5,6	5,8
4	Приобретение машин и оборудования, не требующих монтажа	31,4	6,9	7,2	8,5	8,8
5	Оплата проектной продукции	2,08	0,46	0,48	0,56	0,58
6	Отвод земельных участков	1,04	0,23	0,24	0,28	0,29
7	Прочие капитальные затраты	5,2	1,1	1,2	1,4	1,5
8	Резерв капитальных затрат	2,08	0,46	0,48	0,56	0,58
9	Капитальные затраты — всего	104,0	22,88	23,92	28,08	29,12
10	II. Источники поступления средств					
11	Собственные средства (чистая прибыль, амортизационные отчисления, мобилизация внутренних ресурсов в строительстве и др.)	67,6	14,9	15,5	18,3	18,9
12	Привлеченный акционерный капитал	—	—	—	—	—
13	Эмиссия корпоративных облигаций	31,2	6,9	7,2	8,4	8,7
14	Долгосрочный банковский кредит	5,2	1,1	1,2	1,4	1,5
15	Финансовая аренда (лизинг)	—	—	—	—	—
16	Прочие источники финансовых ресурсов	—	—	—	—	—
17	Источники финансирования капитальных затрат — всего	104,0	22,88	23,92	28,08	29,12

В условиях современной экономической нестабильности ряд исходных предпосылок текущих планов носит вероятностный характер и разброс их параметров довольно велик.

Поэтому текущие планы целесообразно составлять в нескольких вариантах:

- оптимистический;
- умеренный (наиболее реальный);
- пессимистический.

5.5. Амортизация основного капитала

Основной капитал предприятия (корпорации) функционирует в течение длительного периода времени и многих циклов производства. Однако с течением времени основные средства изнашиваются, т. е. снижается их производительность и надежность. В экономическом смысле это означает потерю ими потребительской стоимости, а вместе с ней и стоимости. В конце срока функционирования они полностью утрачивают свою стоимость и становятся непригодными к дальнейшему использованию в процессе производства.

Постепенная утрата элементами основного капитала своей стоимости и соответственно потребительных свойств называют изнашиванием, или износом. Необходимо отметить, что процесс износа не ограничивается утратой стоимости основных средств. Он одновременно предполагает перенесение утраченной стоимости на готовый продукт. Поэтому под износом основного капитала подразумевают постепенную утрату им своей стоимости с соответствующим переносом ее на готовую продукцию (товары, услуги).

Кроме физического износа активные элементы основного капитала (машины и оборудование) подвергаются и моральному износу. Это означает, что машины и оборудование обесцениваются, т. е. утрачивают свою стоимость до окончания срока службы по причинам, не связанным с утратой потребительной стоимости. Процесс морального износа наблюдается в случаях, когда производят аналогичные более дешевые или более производительные и экономически выгодные технические средства.

Таким образом, моральный износ основных средств бывает двух видов:

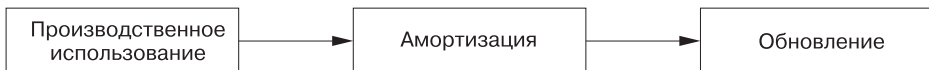
- 1) как результат роста производительности труда при выпуске новых машин и оборудования;
- 2) как следствие научно-технического прогресса в приоритетных отраслях (главным образом в машиностроении).

В формализованном виде параметры физического и морального износа технических средств выглядят следующим образом:

$$K_{\phi u} = \frac{T_{\phi}}{T_n}; K_{\mu 1} = \frac{C_n - C_{\phi}}{C_{\phi}}; K_{\mu 2} = \frac{\Pi_2 - \Pi_1}{\Pi_2}, \quad (5.11)$$

где $K_{\phi u}$ — коэффициент физического износа машин и оборудования, доли единицы; T_{ϕ} — фактический срок службы, лет; T_n — нормативный (плановый) срок службы, лет; $K_{\mu 1}$ — коэффициент морального износа первого вида, доли единицы; C_n — первоначальная стоимость активных элементов основного капитала; C_{ϕ} — восстановительная стоимость активных элементов основного капитала; $K_{\mu 2}$ — коэффициент морального износа второго вида, доли единицы; Π_1 — производительность действующего оборудования (выпуск продукции в единицу времени); Π_2 — производительность нового оборудования.

Процесс воспроизводства основного капитала должен быть непрерывным и осуществляться по следующей модели:



Амортизация выражает экономический процесс постепенного переноса износа основных средств на реализуемую продукцию (товары, услуги) в производственно-коммерческой деятельности предприятий.

Основная цель амортизации — реальное отражение в изменяющейся стоимости основного капитала объективного процесса его износа. Функциональные свойства основного капитала, утраченные в процессе его эксплуатации, в ряде случаев могут быть восстановлены. По критерию возможности такого восстановления износ отдельных элементов основного капитала классифицируют на устранимый и неустранимый. Подобная классификация применима как к физическому, так

и к моральному износу. Под устранимым износом понимают возможность восстановления полезности элементов основного капитала путем осуществления ремонта, направленного на повышение его производительности и надежности в процессе дальнейшей эксплуатации. Обязательное условие для осуществления ремонта — затраты на такой ремонт будут ниже, чем прирост дополнительной стоимости элемента основного капитала вследствие роста его полезности для предприятия.

Под неустрашимым износом подразумевают нецелесообразность ремонта элементов основного капитала, поскольку затраты на восстановление его эксплуатационных свойств будут больше прироста стоимости, чем повышение полезности. Основные средства с неустрашимым физическим или моральным износом подлежат замене на новые, более производительные и надежные основные активы (аналоги).

Базой механизма амортизации основного капитала служит установление сроков возможной эксплуатации отдельных его элементов. Период полезной службы отдельных видов основных средств количественно выражают определенной величиной. В таком случае его (период) характеризуют термином «нормативный срок службы», который предприятие определяет самостоятельно при принятии инвентарного объекта к бухгалтерскому учету.

С 01.01.2002 г., согласно Постановлению Правительства РФ, была разработана и введена в действие новая классификация основных средств, включаемых в амортизационные группы. Основанием для отнесения тех или иных видов основных средств к конкретной классификационной группе является срок полезного использования.

В налоговом учете амортизируемые основные средства объединены исходя из срока полезного использования в десять амортизационных групп.¹ Для тех видов основных средств, которые не указаны в амортизационных группах, срок полезного использования налогоплательщик устанавливает в соответствии с техническими условиями и рекомендациями заводов-изготовителей.

Установленный возможный срок полезного использования основных средств (амортизируемого имущества) характеризует границы, в рамках которых осуществляют процесс амортизации конкретных объектов.

Параметром взаимосвязи интенсивности износа амортизируемого объекта основных средств и возможного срока его эксплуатации является норма амортизации. Она выражает удельный размер списания стоимости объекта основных средств на готовую продукцию в определенном периоде.

В целях налогообложения амортизацию по основным средствам начисляют линейным и нелинейными методами. При линейном методе норму амортизации устанавливают по формуле:

$$n = \frac{1}{t} \times 100, \quad (5.12)$$

где n — норма амортизации в процентах к первоначальной стоимости объекта амортизируемого имущества; t — срок полезного использования данного имущества, выраженный в месяцах.

¹ Глава 25 «Налог на прибыль» НК РФ (ст. 258).

При нелинейном методе норму амортизации определяют по формуле:

$$n = \frac{2}{t} \times 100, \quad (5.13)$$

где n — норма амортизации в процентах к остаточной стоимости амортизируемого имущества; t — срок полезного использования данного имущества, выраженный в месяцах.

Следует иметь в виду, что, начиная с месяца, в котором стоимость инвентарного объекта достигнет 20% от первоначальной (восстановительной) стоимости этого имущества, амортизацию по нему определяют в следующем порядке:

- остаточную стоимость объекта в целях начисления амортизации формируют как его базовую стоимость для последующих расчетов;
- сумму начисленной амортизации за один месяц в отношении данного объекта определяют путем деления базовой его стоимости на количество месяцев, остающихся до истечения срока полезного использования этого объекта.

В отношении основных средств, используемых в условиях агрессивной среды и/или повышенной сменности, к основной норме амортизации налогоплательщик вправе применить специальный коэффициент, но не более двух раз.

Под агрессивной средой понимают совокупность природных и/или искусственных факторов, влияние которых вызывает повышенный износ (старение) основных средств в процессе их эксплуатации. К работе в агрессивной среде приравнивают также их нахождение в контакте с взрывопожарной, токсичной или иной агрессивной технологической средой, которая может быть причиной возникновения аварийной ситуации.

Для амортизируемых основных средств, которые являются предметом договора финансовой аренды (лизинга), к основной норме амортизации налогоплательщик вправе применять специальный коэффициент, но не свыше трех. Данное положение не распространяют на основные средства, относящиеся к первой, второй и третьей амортизационным группам, если амортизацию по ним начисляют нелинейным методом. Предприятие, приобретающее объекты основных средств, бывшие в употреблении (если по такому имуществу принято решение о применении линейного метода начисления амортизации), вправе определять норму амортизации по данному имуществу с учетом срока полезного использования, пониженного на количество лет (месяцев) эксплуатации этого имущества прежними собственниками.

Финансовым результатом, отражающим процесс амортизации основных средств, является формирование финансовых ресурсов в форме амортизационных отчислений. Реальную форму финансовых ресурсов эти отчисления принимают только после реализации готовой продукции и поступления выручки предприятию. Амортизационные отчисления служат наиболее стабильным источником финансирования воспроизводства основного капитала. Сумму средств амортизационного фонда в бухгалтерском учете показывают в специально разрабатываемых учетных регистрах, имеющих форму накопительных таблиц.

Начисленную сумму амортизации основных средств учитывают в кредите счета 02 «Амортизация основных средств» в корреспонденции со счетами учета затрат на производство (расходов на продажу).

Предприятие-арендодатель показывает начисленную сумму амортизации по основным средствам, сданным в аренду, по кредиту счета 02 «Амортизация основных средств» и дебету счета 91 «Прочие доходы и расходы». При выбытии (продаже, списании, частичной ликвидации, передаче безвозмездно и пр.) инвентарных объектов сумму начисленной амортизации списывают со счета 02 «Амортизация основных средств» в кредит счета 01 «Основные средства» (субсчет «Выбытие основных средств»). Аналогичную запись делают при списании суммы начисленной амортизации по недостающим или полностью непригодным к эксплуатации основным средствам.

Объектом для начисления амортизации являются основные средства, находящиеся на предприятии на праве собственности, хозяйственного ведения и оперативного управления.

Не подлежат амортизации инвентарные объекты, потребительские свойства которых с течением времени не меняются (земельные участки, объекты природопользования, мобилизационные мощности). Амортизационные отчисления по объектам начисляют с первого числа месяца, следующего за месяцем их принятия на бухгалтерский учет. Начисление амортизации производят до полного погашения стоимости объекта либо списания его с бухгалтерского учета в связи с прекращением права собственности. Начисление амортизации не приостанавливают в течение срока полезного использования объекта. Исключение из этого правила составляют:

- объекты, находящиеся на реконструкции и модернизации по решению собственника или руководителя предприятия;
- объекты, переведенные на консервацию с продолжительностью свыше трех месяцев;
- начисление амортизации прекращают на период восстановления объекта продолжительностью свыше 12 месяцев.

Амортизацию по объекту основных средств прекращают с первого числа месяца, следующего за месяцем полного погашения стоимости данного объекта или списания его с бухгалтерского учета.

В учетной политике предприятие самостоятельно устанавливает порядок начисления амортизации одним из следующих способов:

- линейным;
- уменьшающегося остатка основных средств;
- списания стоимости основных средств по сумме чисел лет срока полезного использования;
- списания стоимости основных средств пропорционально объему продукции (товаров, работ, услуг).

При линейном способе амортизацию начисляют равными долями в течение всего срока службы различных видов основных средств до полного перенесения их стоимости на издержки производства (обращения) по формуле:

$$A = \sum_{i=1}^n \frac{ПC_i \times H_i}{100}, \quad (5.14)$$

где A — расчетная сумма амортизационных отчислений; $ПС_i$ — первоначальная стоимость объекта i -го вида; H_i — норма амортизации по объекту i -го вида, %; n — количество объектов i -го вида, подлежащих амортизации ($i = 1, 2, 3... n$).

В соответствии со способом уменьшающегося остатка амортизацию начисляют исходя из остаточной стоимости объекта основных средств на начало отчетного года и нормы амортизации, исчисленной исходя из срока полезного использования данного объекта и коэффициента ускорения, установленного законодательством РФ. Коэффициент ускорения применяют по перечню высокотехнологичных отраслей и эффективных видов машин и оборудования. Для решения используют формулу:

$$A = \sum_{i=1}^n \frac{OC_i \times K_y \times H_i}{100}, \quad (5.15)$$

где OC_i — остаточная стоимость объекта i -го вида на начало отчетного года; K_y — коэффициент ускорения; H_i — норма амортизации по объекту i -го вида, %.

В случае погашения стоимости объекта основных средств по числу лет срока полезного использования годовую сумму амортизационных отчислений определяют исходя из первоначальной стоимости данного объекта и годового соотношения, где в числителе — число лет, остающихся до конца срока его службы, а в знаменателе — число лет срока службы объекта:

$$A = \sum_{i=1}^n \frac{ПС_i \times TO_i}{T_i}, \quad (5.16)$$

где $ПС_i$ — первоначальная стоимость объекта i -го вида; TO_i — число лет, остающихся до конца срока службы объекта i -го вида; T_i — общий амортизационный срок службы объекта i -го вида, лет.

При погашении стоимости объекта пропорционально объему производства продукции амортизацию начисляют исходя из объема ее выпуска в натуральном выражении за отчетный период и соотношения первоначальной стоимости амортизируемого объекта и среднемесячного объема продукции за весь срок его полезного использования. Расчетная формула имеет вид:

$$A = \frac{ПС \times ОП_{отч}}{ОП}, \quad (5.17)$$

где $ПС$ — первоначальная стоимость объекта основных средств; $ОП_{отч}$ — объем производства продукции в физическом выражении за отчетный период; $ОП$ — общий объем производства продукции в физическом выражении за весь срок службы амортизируемого объекта.

Кроме того, предприятия могут использовать и некоторые другие способы начисления амортизации.

Применение одного из способов по группе однородных объектов осуществляют в течение всего срока их полезного использования. Начисление амортизации производят независимо от конечных результатов деятельности предприятия (организации).

Итак, в процессе управления основным капиталом предприятия представлена возможность регулировать сумму амортизационных отчислений и, следовательно, финансовые результаты за каждый отчетный период.

5.6. Методы оценки стоимости основного капитала

Стоимость основного капитала выражает его денежную оценку, по которой он учитывается и используется в процессе хозяйственной деятельности.

Его стоимость влияет на ряд аспектов финансово-хозяйственной деятельности предприятия:

- результаты оценки стоимости основных средств определяют объективность бухгалтерского и налогового учета и отчетности;
- данный параметр определяет потребность в источниках финансирования, необходимых для формирования основного капитала;
- стоимость основного капитала существенно влияет на издержки по проданным товарам (продукции, работам и услугам) посредством амортизационных отчислений, включаемых в себестоимость реализованной продукции;
- реальное отражение стоимости основного капитала влияет на конечный результат хозяйственной деятельности предприятия (величину прибыли или убытка);
- оценку стоимости основного капитала используют в процессе долгосрочного кредитования предприятия для залогового обеспечения банковского кредита;
- стоимость основного капитала (наряду с оборотным капиталом) служит налогооблагаемой базой для исчисления налога на имущество предприятия (в будущем регионального налога на недвижимость);
- оценку стоимости основного капитала используют в процессе имущественного страхования для вычисления страховой стоимости основных средств;
- стоимость основного капитала оказывает непосредственное влияние на определение рыночной цены предприятия, которая является одним из важных параметров в финансовом менеджменте.

Исходя из вышеизложенного понятно, почему стоимость основного капитала предприятия интересует не только его руководство, но и внешних партнеров (инвесторов, кредиторов и страховщиков).

В процессе хозяйственной деятельности используют следующие виды денежной оценки основного капитала:

- по первоначальной стоимости;
- по восстановительной стоимости;
- по остаточной стоимости;
- по инвестиционной стоимости;
- по ликвидационной стоимости.

Первоначальной стоимостью основных средств, приобретенных за плату, считают сумму фактических затрат предприятия на приобретение, сооружение и изготовление, за исключением налога на добавленную стоимость и других возмещаемых налогов (кроме случаев, предусмотренных законодательством РФ).

Фактическими затратами на приобретение, сооружение и изготовление основных средств являются:

- суммы, уплачиваемые в соответствии с договором поставщику (продавцу);
- суммы, уплачиваемые организациями за проведение работ по договору строительного подряда и другим договорам;

- суммы, уплачиваемые организациям за консультационные и информационные услуги по приобретению основных средств;
- регистрационные сборы, государственные пошлины и другие аналогичные платежи, осуществленные в связи с приобретением прав на объект основных средств;
- таможенные платежи и сборы;
- невозмещаемые налоги, уплачиваемые в связи с приобретением объекта основных средств;
- вознаграждения, уплачиваемые посреднику, через которого приобретен объект основных средств;
- другие затраты, непосредственно связанные с приобретением, сооружением и изготовлением объекта основных средств.

Не включают в затраты на приобретение, сооружение или изготовление объекта основных средств общехозяйственные и другие аналогичные расходы, если они не имеют непосредственного отношения к инвестированию в данный объект.

Фактические затраты на приобретение или сооружение основных средств устанавливаются (повышаются или понижаются) с учетом суммовой разницы, возникающей в случаях, когда оплата производится в рублях в сумме, эквивалентной сумме оплаты в иностранной валюте. Под суммовой разницей понимают разницу между рублевой оценкой, выраженной в иностранной валюте кредиторской задолженности по оплате основных средств, исчисленной по официальному курсу на дату принятия ее к бухгалтерскому учету, и рублевой оценкой этой задолженности, определенной по официальному курсу на дату ее погашения до принятия основных средств к бухгалтерскому учету.

Исходя из источника поступления основных средств на баланс предприятия первоначальную стоимость определяют:

- по основным средствам, внесенным учредителями в счет их вклада в уставный капитал предприятия, — по договоренности сторон;
- по основным средствам, изготовленным на самом предприятии, а также приобретенным за плату у других юридических и физических лиц, — в сумме фактических затрат, включая расходы по доставке, монтажу и установке;
- по основным средствам, полученным безвозмездно, — в сумме, определенной экспертным путем или по данным документов приемки-передачи;
- по долговременно арендуемым основным средствам — по договоренности сторон.

Первоначальной стоимостью основных средств, полученных по договорам, предусматривающим оплату неденежными средствами, признают стоимость ценностей, переданных или подлежащих передаче организацией. Стоимость таких ценностей устанавливают исходя из цены, по которой в сравнимых обстоятельствах предприятие обычно определяет стоимость аналогичных ценностей. Принятие к бухгалтерскому учету основных средств, поступивших по договорам, предусматривающим оплату неденежными средствами, показывают по дебету счета 02 «Основные средства» в корреспонденции с кредитом счета 08 «Вложения во внеоборотные активы».

Неучтенные объекты основных средств, выявленные при проведении инвентаризации активов и обязательств, принимают к бухгалтерскому учету по текущей рыночной стоимости и отражают по дебету счета 02 «Основные средства» в корреспонденции с кредитом счета 99 «Прибыли и убытки» в качестве внереализационных доходов.

Учет объекта основных средств в инвентарной карточке ведут в рублевой оценке. По объекту основных средств, стоимость которого при приобретении выражена в иностранной валюте, в инвентарной карточке указывают также его контрактную стоимость в этой валюте.

Принятие основных средств к бухгалтерскому учету осуществляют на основании утвержденного руководителем предприятия акта (накладной) приемки-передачи, который составляют на каждый отдельный инвентарный объект. Указанный акт, утвержденный руководителем предприятия, вместе с технической документацией передают в бухгалтерию, которая на основании этого документа открывает инвентарную карточку или делает отметку о выбытии объекта в этом документе. Техническая документация, относящаяся к конкретному инвентарному объекту, может быть передана по месту его эксплуатации с соответствующей отметкой в инвентарной карточке.

Стоимость основных средств, по которой они приняты на бухгалтерский учет, изменению не подлежит. Изменение первоначальной стоимости основных средств возможно в случаях достройки, дооборудования, реконструкции, частичной ликвидации и переоценки основных средств.

Восстановительную стоимость определяют стоимостью аналогичных объектов, действующих в условиях их воспроизводства, т. е. осуществляют путем переоценки. Ее проводят по сложившимся на дату переоценки рыночным ценам на соответствующие виды основных средств. Предприятиям предоставлено право не чаще одного раза в год (на начало отчетного года) переоценивать группы однородных объектов по текущей (восстановительной) стоимости путем индексации или прямого пересчета по документально подтвержденным рыночным ценам. При принятии решения о переоценке по таким основным средствам следует учитывать, что в будущем их переоценивают регулярно, чтобы стоимость основных средств, по которой их отражают в бухгалтерском учете и отчетности, существенно не отличалась от текущей (восстановительной) стоимости.

Для проведения переоценки объектов основных средств на предприятии проводят подготовительную работу, в частности проверку их наличия. Решение предприятия о проведении переоценки основных средств оформляют соответствующим распорядительным документом, обязательным для всех его служб, которые будут привлечены к выполнению данной работы. Одновременно подготавливают перечень объектов основных средств, подлежащих переоценке.

В документе рекомендуют указать следующие сведения: точное название инвентарного объекта; дату его приобретения (сооружения, изготовления); дату принятия к бухгалтерскому учету.

Исходными данными для переоценки объектов основных средств являются:

- первоначальная или текущая (восстановительная) стоимость (если данный объект переоценивали ранее), по которой их учитывали по состоянию на 31 декабря предыдущего года;

- сумма амортизации, начисленной за все время использования объекта, по состоянию на указанную дату;
- документарно подтвержденные данные о текущей (восстановительной) стоимости переоцениваемых объектов по состоянию на 1 января отчетного года.

Результаты проведенной по состоянию на первое число отчетного года переоценки объектов основных средств отражают в бухгалтерском учете обособленно. Их не включают в данные бухгалтерской отчетности предыдущего года, а принимают для формирования данных бухгалтерского баланса на начало отчетного года.

Сумму дооценки объекта основных средств в результате переоценки показывают по дебету счета учета основных средств в корреспонденции с кредитом счета учета добавочного капитала.

Сумму дооценки объектов основных средств, равную величине их уценки, проведенной в предшествующие периоды, и отнесенную на счет прибылей и убытков в качестве операционных расходов, относят на счет прибылей и убытков отчетного периода в качестве дохода. Сумму уценки объектов основных средств рассматривают как уменьшение добавочного капитала, сформированного за счет их переоценки в предыдущие отчетные периоды.

Превышение суммы уценки объектов над суммой дооценки, которая зачислена в добавочный капитал в результате переоценки, проведенной в предыдущие отчетные периоды, отражают по дебету счета учета нераспределенной прибыли (убытка) в корреспонденции с кредитом счета учета основных средств.

При выбытии объекта основных средств сумму его дооценки списывают с дебета счета учета добавочного капитала в корреспонденции с кредитом счета учета нераспределенной прибыли.

Земельные участки и объекты природопользования (вода, недра и другие природные ресурсы) переоценке не подлежат.

Основные средства в процессе эксплуатации изнашиваются, поэтому их первоначальная стоимость понижается. Денежное выражение потери объектом основных средств физических и технико-экономических качеств называют износом элементов основного капитала.

Первоначальная (восстановительная) стоимость объекта основных средств за вычетом суммы износа представляет собой его остаточную стоимость.

В практике работы по переоценке основных средств используют три метода измерения физического износа:

- по техническому состоянию;
- по срокам службы;
- по объему выполняемых работ.

Однако не каждый метод можно использовать по всем видам основных средств. Так, метод определения физического износа по техническому состоянию не может быть применен к рабочему скоту, многолетним насаждениям, инвестициям в земельные участки, недра и водные пространства.

Инвестиционная стоимость — это стоимость объекта для конкретного инвестора, учитывающая индивидуальные требования к инвестициям.

Ликвидационная стоимость — денежная сумма в виде разницы между доходами от ликвидации предприятия, полученными в результате отдельной распродажи его активов, и расходами на ликвидацию.

Ее определяют в случае несостоятельности (банкротства) предприятия, когда возникает необходимость удовлетворения требований кредиторов.

5.7. Принятие решений по обновлению основного капитала

Развитие производства, повышение его эффективности, конкурентоспособности, инвестиционной привлекательности требуют систематического обновления научно-технической базы предприятий.

В теории и практике реального инвестирования различают простое и расширенное воспроизводство основного капитала. Способом простого воспроизводства являются ремонт и замена основных средств. Ремонт основных средств имеет две разновидности:

- текущий ремонт — процесс частичного восстановления функциональных свойств и стоимости основных средств;
- капитальный ремонт — процесс полного (или достаточно весомой части) восстановления основных средств и частичной замены отдельных их элементов; на сумму произведенного капитального ремонта понижается износ основных средств и тем самым возрастает их остаточная стоимость.

Источником финансирования ремонта основных средств служат издержки производства и обращения (в торговле). Замену основных средств в процессе их обновления осуществляют за счет амортизационных отчислений. Расширенное воспроизводство основного капитала производят за счет капитальных вложений, финансируемых из собственных и привлеченных с финансового рынка источников.

По формам воспроизводства основных средств капиталовложения классифицируют на: новое строительство, расширение, реконструкцию и техническое перевооружение действующих предприятий.

Новое строительство выражает сооружение комплекса объектов основного, подсобного и обслуживающего назначения вновь создаваемых предприятий, зданий, а также филиалов и отдельных производств, которые после ввода в эксплуатацию будут находиться на самостоятельном балансе, осуществляемое на новых площадках для создания новых производственных мощностей. Если строительство предприятия или сооружения предполагают осуществлять очередями, то к новому строительству относят первую и последующие очереди до сдачи в эксплуатацию всех проектных мощностей на полное развитие предприятия (сооружения). К новому строительству относят также возведение на новой площадке предприятия аналогичной или большей мощности взамен ликвидируемого предприятия, дальнейшая эксплуатация которого по техническим, экономическим и экологическим условиям признана нецелесообразной. При новом строительстве можно использовать новейшие достижения научно-технического прогресса и комплексное проектирование (последнее требует длительного времени и больших капиталовложений на создание пассивной части основных средств).

К расширению действующих предприятий относят строительство новых производств на существующем предприятии, а также строительство новых и расширение функционирующих цехов и объектов основного, подсобного и обслуживающего назначения на территории действующих предприятий или примыкающих к ним площадках для создания новых или дополнительных производственных мощностей. К расширению действующих предприятий относят также создание филиалов и производств, входящих в их состав, которые после ввода их в действие не будут находиться на самостоятельном балансе. При расширении действующего предприятия увеличение его производственной мощности должно осуществляться в более сжатые сроки и при меньших удельных капитальных затратах по сравнению с созданием аналогичных мощностей путем нового строительства с одновременным увеличением технического уровня продукции и улучшением технико-экономических показателей предприятия в целом.

К реконструкции действующих предприятий относят переустройство существующих цехов и объектов основного, вспомогательного и обслуживающего назначения, как правило — без расширения существующих зданий и сооружений основного назначения. Реконструкция связана с совершенствованием производства и повышением его технико-экономического уровня. Достоинства реконструкции заключаются в том, что капиталовложения направляют в первую очередь на расширение активной части основного капитала, хотя в этом случае возникают трудности в использовании строительной техники, которую приходится применять на ограниченном участке работ. В ряде случаев прекращают работу отдельных подразделений предприятия (цехов, производств), что негативно сказывается на результатах его деятельности в целом.

К техническому перевооружению действующих предприятий относят комплекс мероприятий по повышению технико-экономического уровня отдельных производств, цехов и участков на базе внедрения новой техники и технологии, модернизации, замены устаревшего и физически изношенного оборудования новым, более производительным и надежным, а также по совершенствованию подсобного и вспомогательного хозяйства. Техническое перевооружение осуществляют по проектам и сметам на отдельные объекты или виды работ, как правило, без расширения существующих производственных мощностей. При этом происходит обновление прежде всего активной части основного капитала на базе внедрения достижений научно-технического прогресса. Как форма расширенного воспроизводства основного капитала обновление является наиболее эффективным способом достижения запланированных технико-экономических показателей.

Техническое перевооружение производства представляет собой процесс обновления техники, технологии и организации труда персонала предприятия.

В системе технологии управления основным капиталом предприятия одной из важных задач финансового менеджмента является обеспечение постоянного и эффективного его обновления.

Последовательность разработки и принятия управленческих решений по обеспечению обновления основного капитала заключается в следующем:

- выделение первоочередных групп основных средств, которые подлежат обновлению;
- определение необходимого объема инвестиционных ресурсов;

- выбор наиболее эффективных форм обновления отдельных групп основных средств;
- определение стоимости обновления отдельных групп основных средств в разрезе различных их форм;
- разработка бюджета потребности в финансировании обновления основных средств на квартал, год.

Управленческие решения по обновлению основных капиталов находят отражение в инвестиционной политике предприятия, которая направлена на достижение экономического, научно-технического, экологического и социального эффекта от осуществляемых капиталовложений.

Результаты сформированной политики управления основным капиталом получают отражение в сводном плановом документе — бюджете потребности в финансировании обновления основных средств (табл. 5.4).

Таблица 5.4

Бюджет потребности в финансировании обновления основного капитала на предприятии, млн руб.

№ п/п	Показатели	План на год	В том числе по кварталам			
			I	II	III	IV
	I. Потребность в обновлении основного капитала					
1	Текущий ремонт	16,0	3,5	3,7	4,3	4,5
2	Капитальный ремонт	12,0	2,6	2,8	3,2	3,4
3	Новое строительство	–	–	–	–	–
4	Расширение мощностей	20,0	4,4	4,6	5,4	5,6
5	Реконструкция производства	21,6	4,8	5,0	5,8	6,0
6	Техническое перевооружение	62,4	13,7	14,4	16,8	17,5
	Всего	132,0	29,0	30,4	35,6	37,0
	II. Источники финансирования обновления основного капитала					
1	Издержки производства	28,0	6,2	6,4	7,6	7,8
2	Амортизационные отчисления	38,0	8,4	8,7	10,3	10,6
3	Чистая прибыль	25,0	5,5	5,8	6,7	7,0
4	Прочие собственные средства	4,6	1,0	1,1	1,2	1,3
5	Эмиссия собственных акций	–	–	–	–	–
6	Эмиссия корпоративных облигаций	31,2	6,9	7,2	8,4	8,7
7	Долгосрочный банковский кредит	5,2	1,1	1,2	1,4	1,5
8	Другие средства	–	–	–	–	–
	Всего	132,0	29,0	30,4	35,6	37,0

Данный бюджет составляют на год с поквартальной разбивкой показателей, а также на квартал — с помесечным распределением. В разработке бюджета принимают участие финансовые и производственные менеджеры предприятия. Ответственность за разработку такого бюджета несет финансовый директор.

5.8. Источники финансирования долгосрочных инвестиций в основной капитал

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

Формирование и использование инвестиционных ресурсов в корпорациях США представлено на рис. 5.2.

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

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

- средства частных компаний (корпораций);
- средства индивидуальных инвесторов (семейных хозяйств);
- возможности мирового фондового рынка;
- кредиты международных финансово-кредитных организаций (МВФ, Мирового банка, ЕБРР и др.);

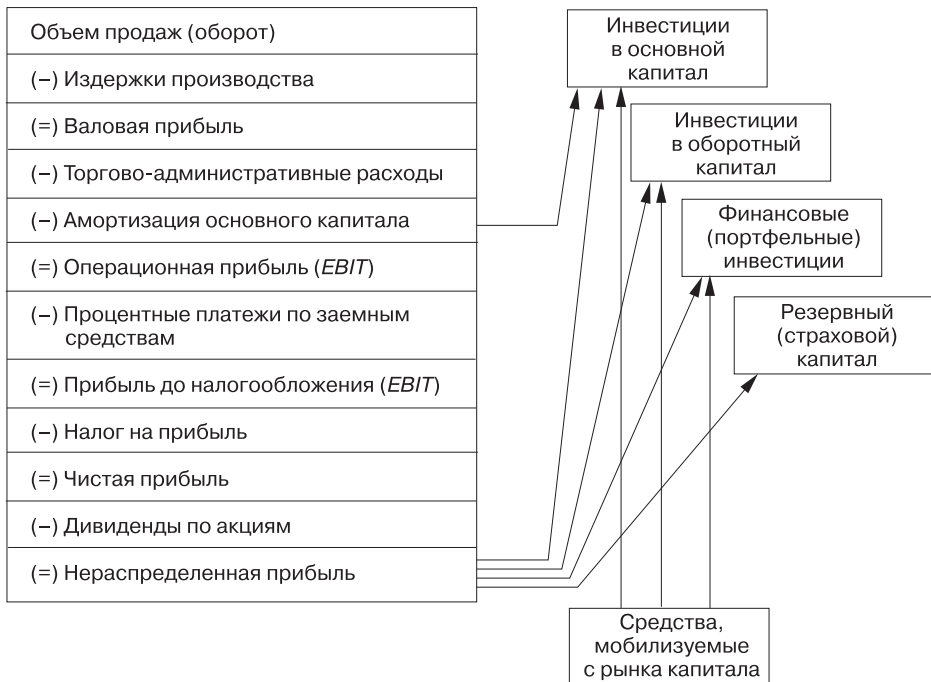


Рис. 5.2. Источники финансирования долгосрочных инвестиций в корпорациях США

- кредиты международных экспортных агентств;
- кредиты национальных коммерческих банков и др.

Конечно, ни один из названных источников не является единственно возможным и гарантированным для крупных и средних вложений в экономику России.

Для многих крупных проектов целесообразно привлечение комбинированных (смешанных) источников финансирования. Это связано с тем, что пока не сформирован развитый рынок корпоративных ценных бумаг. Инвестиционный процесс ограничен главным образом простым воспроизводством основного капитала, однако и он предполагает отвлечение значительной части валового внутреннего продукта (ВВП) на цели накопления. Инвестиционные ресурсы исключаются из воспроизводственного процесса на весь период до ввода в действие производственных мощностей и объектов. В будущем вложенные средства возвращаются инвестору (застройщику) в процессе эксплуатации объектов строительства за счет выручки от продажи продукции (работ, услуг). Большая длительность инвестиционного цикла и высокая стоимость строящихся объектов требуют расходования специальных ресурсов (материалов, оборудования и др.), экономический оборот которых опосредуют денежные средства.

Основным источником всех инвестиций являются валовые сбережения, т. е. часть располагаемого дохода юридических и физических лиц, не использованная на конечное потребление товаров и услуг. В масштабе всего общества уровень сбережений определяется развитием производства. Именно в условиях роста и повышения эффективности производства появляется возможность увеличивать не только потребляемую, но и сберегаемую часть производимого ВВП. Наоборот, в условиях значительного падения объема производства снижаются возможности наращивания сбережений у семейных хозяйств, предприятий и государства. Сбережения выступают как потенциальные инвестиции. Последние являются реализованными сбережениями, направленными на получение экономического или социального эффекта. Уровень валовых сбережений и накоплений в России представлен в табл. 5.5.

Таблица 5.5
Динамика доли валовых сбережений и накоплений в ВВП России, %

Год	Удельный вес в ВВП		Из общего объема накоплений — инвестиции		Отношение сбережений к накоплениям	Пороговая величина валового накопления основного капитала
	сбережений	накоплений	в основной капитал	в оборотный капитал		
1990	31,0	30,1	28,7	1,4	103,0	25,0
1995	27,9	25,4	21,3	4,1	110,0	25,0
2000	35,9	18,6	15,6	3,0	193,0	25,0
2001	33,4	21,8	18,6	3,2	153,2	25,0
2002	30,3	20,2	17,9	2,3	150,0	25,0
2003	30,9	20,7	18,1	2,6	149,3	25,0

Примечание. Источник данных: Экономист. 2003. № 2. С. 45, 47; там же, 2004. № 5. С. 39–40.

Из приведенных данных следует, что доля инвестиций в основной капитал в ВВП за последние 12 лет снизилась на 10,6% (28,7 – 18,1). После 1990 г. удельный вес инвестиций в ВВП был значительно ниже порогового уровня (25%) и достиг минимальной величины в 2000 г. (15,6%). В 2001–2003 гг. ситуация несколько улучшилась в связи с наметившейся активизацией инвестиционной деятельности в Российской Федерации.

Формирование денежных ресурсов, потенциально доступных для финансирования долгосрочных инвестиций, опосредовано системой распределительных отношений в народном хозяйстве России. Источники финансирования реальных инвестиций (капиталовложений) тесно связаны и с системой финансово-кредитных отношений, возникающих на микроуровне между участниками инвестиционного процесса — заказчиками (застройщиками), подрядчиками, проектировщиками, поставщиками материальных ресурсов и оборудования для строительства, банками, государством и другими субъектами рынка.

Финансово-кредитный механизм регулирования инвестиционной деятельности предприятий включает три взаимосвязанных блока (рис. 5.3):



Рис. 5.3. Взаимосвязь между отдельными блоками финансово-кредитного механизма в деятельности предприятий (корпораций)

- финансовое обеспечение инвестиционного процесса;
- методы финансово-кредитного регулирования;
- способы воздействия на эффективность производства.

Искусственное исключение одного блока из финансово-кредитного механизма негативно отражается на текущей и инвестиционной деятельности предприятий (организаций).

Среди источников финансирования долгосрочных инвестиций обычно выделяют:

- собственные финансовые ресурсы и внутрихозяйственные средства заст-ройщиков (инвесторов);
- заемные средства в форме банковских кредитов и облигационных займов;
- привлеченные средства, полученные от эмиссии акций, паевых и других взносов юридических и физических лиц в уставный (складочный) капитал, на долевое участие в строительстве совместных объектов;
- средства бюджетов, предоставляемые на безвозмездной и возмездной основах;
- денежные ресурсы, мобилизуемые добровольными союзами (объединениями и ассоциациями) предприятий и финансово-промышленными группами;
- средства, предоставляемые иностранными инвесторами в форме кредитов, займов, взносов в уставные (складочные) капиталы российских предприятий и др.

Структура источников финансирования капитальных вложений в России представлена в табл. 5.6. Из ее данных следует, что в 2000–2004 гг. впервые снизилась доля собственных средств в общем объеме инвестиционных ресурсов и повысился удельный вес привлеченных источников. Характерным является существенное падение доли средств федерального бюджета в источниках финансирования долгосрочных инвестиций и увеличение финансовой ответственности у бюджетов субъектов РФ.

В составе собственных источников ведущее место занимают чистая прибыль и амортизационные отчисления. После уплаты налогов и других обязательных платежей из прибыли в бюджетную систему у предприятий остается чистая прибыль. Часть ее предприятия вправе направить на финансирование капитальных вложений производственного и непроизводственного назначения. Эту часть прибыли можно использовать на инвестиции в составе фонда накопления или другого аналогичного фонда, создаваемого на предприятии. В бухгалтерском учете средства на финансирование капитальных вложений (прирост основного капитала) отражают по статье «Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)».

Использованию чистой прибыли в качестве источника финансирования капиталовложений препятствует наличие большого количества убыточных предприятий в хозяйстве России. По данным Госстатслужбы РФ, удельный вес убыточных предприятий в их общем количестве составлял: на конец 1992 г. — 15,3%; 1995 г. — 34,2; 2000 г. — 39,8; 2001 г. — 38,4; на 01.10.2004 г. — 39,2%, в том числе в промышленности соответственно 7; 2; 26,4; 39,7; 39,3 и 41,6%.¹

Одним из крупнейших и наиболее стабильных источников финансирования капитальных вложений являются амортизационные отчисления. В отличие от при-

¹ Экономист. 2003. № 1. С. 76 то же, 2003, № 5. С. 32; Экономика и жизнь. 2005. № 3. С. 3.

Таблица 5.6

**Структура источников финансирования капитальных вложений на предприятиях
(в организациях) России, %**

Наименование источников	Год									
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
1. Долгосрочные инвестиции в основной капитал — всего	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
В том числе: собственные средства	49,0	52,3	60,8	53,6	53,4	46,1	47,7	50,3	48,0	47,4
Из них:										
а) прибыль, оставляемая в распоряжении предприятия	20,9	15,0	13,2	13,3	16,2	6,8	23,4	26,6	23,5	21,1
б) амортизационные отчисления	28,1	37,3	42,6	40,3	37,2	39,2	24,3	23,7	24,5	26,3
2. Привлеченные средства — всего	51,0	47,7	39,2	46,4	46,6	53,9	52,3	49,7	52,0	52,6
Из них: средства консолидированного бюджета	21,8	20,1	20,7	19,2	17,4	17,6	22,0	19,8	18,7	16,9
В том числе:										
а) из федерального бюджета	10,1	9,9	10,2	6,6	6,6	6,7	5,9	5,8	4,7	4,5
б) из бюджетов субъектов РФ и местных бюджетов	11,7	10,2	10,5	12,6	10,8	10,9	16,1	14,0	14,0	12,4

Примечание. Источник данных: Российский статистический ежегодник за 2003 г.; Экономика и жизнь. 2004. № 38. С. 1.

были данный источник не зависит от финансовых результатов деятельности предприятий. Амортизационные отчисления призваны обеспечивать не только простое, но и в определенной мере расширенное воспроизводство основного капитала.

Предприятие вправе использовать амортизационные отчисления:

- на приобретение новых машин и оборудования вместо выбывающих из эксплуатации;
- на осуществление НИОКР;
- на механизацию и автоматизацию производственных процессов;
- на модернизацию и обновление выпускаемой продукции для повышения уровня ее конкурентоспособности;
- на техническое перевооружение, реконструкцию и поддержание мощностей действующего производства.

Однако многие предприятия расходуют эти средства не по целевому назначению, например на пополнение оборотного капитала.

Уровень использования амортизации как источника инвестиций в основной капитал (по крупным и средним предприятиям России) характеризуют следующие данные (табл. 5.7).

Таблица 5.7

Отношение амортизации, направленной для инвестиций в основной капитал, к начисленной за 2001 г.

Наименование отрасли	Величина показателя, %
Все отрасли	54,9
В том числе:	
промышленность	76,2
сельское хозяйство	48,3
транспорт	71,0
связь	58,3

Примечание. Источник данных: Экономист. 2003. № 8. С. 33.

Для более эффективного использования этих отчислений в качестве инвестиционного ресурса предприятия проводят соответствующую амортизационную политику, которая включает:

- выбор форм воспроизводства основного капитала;
- применение линейного и нелинейных способов начисления амортизации основных средств и нематериальных активов;
- определение приоритетных направлений использования амортизационных отчислений;
- разработку бюджета этих отчислений (в составе сводного бюджета доходов и расходов);
- учет амортизационных отчислений при оценке эффективности инвестиционных проектов в составе чистых денежных поступлений (чистого денежного потока, генерируемого проектом).

Амортизационные отчисления являются объектом плановых финансовых расчетов (например, при составлении капитального бюджета на предстоящий год или квартал). Для определения этих отчислений можно пользоваться методом прямого счета или аналитическим методом.

При использовании метода прямого счета сумму амортизационных отчислений устанавливают путем умножения первоначальной (восстановительной) стоимости объектов основных средств на соответствующие нормы (в процентах) по каждому из них. Полученные результаты складывают и получают общую сумму этих отчислений по предприятию в целом.

При использовании аналитического метода вначале вычисляют среднюю стоимость амортизируемых основных средств на предстоящий год по формуле:

$$\bar{C}_{oc} = C_{m} + \frac{B \times K}{12} - \frac{B_1 \times (12 - K)}{12}, \quad (5.18)$$

где \bar{C}_{oc} — средняя стоимость амортизируемых основных средств; C_m — первоначальная (восстановительная) стоимость основных средств на начало расчетного периода; B — стоимость основных средств, вводимых в эксплуатацию в расчетном периоде; B_1 — стоимость основных средств, выбывающих из эксплуатации в расчетном периоде; K — число полных месяцев функционирования основных средств

в расчетном периоде; $(12 - K)$ — число месяцев, остающихся до конца года после выбытия основных средств.

Среднюю стоимость основных средств, амортизируемых в плановом году, умножают на среднюю фактическую норму амортизации, которая сложилась по отчету предприятия за базисный год:

$$A_n = \frac{\bar{C}_{oc} \times \bar{H}_\phi}{100}, \quad (5.19)$$

где A_n — плановая сумма амортизационных отчислений на предстоящий год по предприятию в целом; \bar{C}_{oc} — средняя стоимость амортизируемых основных средств; \bar{H}_ϕ — средняя фактическая норма амортизации за базисный год, %.

Определенную расчетным путем сумму амортизации включают в инвестиционный (капитальный) бюджет на предстоящий год.

Аналитический метод расчета проще метода прямого счета, но дает менее точный результат, так как расчет ведут не по каждому инвентарному объекту, а по всем основным средствам предприятия укрупненно.

Амортизационные отчисления, с одной стороны, являются элементом текущих издержек и участвуют в формировании прибыли предприятия, а с другой — выступают налоговым вычетом, позволяющим исключить из налогооблагаемой базы по налогу на прибыль определенную сумму его доходов.

При дефиците собственных средств для финансирования капиталовложений предприятие вправе привлекать кредиты коммерческих банков, а также средства, мобилизуемые на фондовом рынке (доходы, полученные от эмиссии акций и корпоративных облигаций).

Государственные инвестиции финансируют за счет бюджетных средств, предоставляемых на безвозмездной и возмездной основе (в форме бюджетных кредитов).

Смешанное финансирование основано на различных комбинациях вышеуказанных источников и может быть реализовано при всех формах инвестирования.

5.9. Выбор способа финансирования капитальных активов

Каждый конкретный источник финансирования инвестиционных проектов (капитальных активов) имеет по отношению к предприятию свои преимущества и недостатки. Поэтому для получения более точной оценки возможных последствий того или иного источника финансирования капиталовложений (собственные средства, банковский кредит, финансовый лизинг, государственные инвестиции) целесообразно провести сравнение их альтернативных вариантов, а также оценить возможные поступления от проекта в результате использования различных способов финансирования.

Необходимо отметить, что при выборе потенциального источника финансового обеспечения проекта важную роль играет отраслевая специфика деятельности предприятия, а также характер осуществляемого проекта. Многие российские предприятия используют, как правило, один источник — собственные средства из-за сложности привлечения других более дешевых источников финансирования капиталовложений.

Таким образом, до принятия решения о финансировании реального проекта или приобретении капитального актива следует оценить достоинства и недостатки того или иного источника средств, чтобы исключить неэффективный источник из инвестиционного бюджета. Как правило, возможные ограничения характеризуют тремя факторами: сроком привлечения средств; объемом средств за счет данного источника; эффективностью капиталовложений.

Критерием принятия управленческих решений о приобретении или об аренде капитального актива является сравнение суммарных платежей при различных формах обновления основных средств. В процессе детального анализа эффективность денежных потоков в настоящей стоимости сравнивают по таким важным параметрам, как:

- приобретение обновляемых капитальных активов в собственность за счет внутренних (собственных) финансовых ресурсов;
- приобретение обновляемых капитальных активов за счет долгосрочного банковского кредита;
- финансовая аренда (лизинга) капитальных активов, подлежащих обновлению.

Содержание денежного потока приобретения актива в собственность за счет внутренних финансовых ресурсов выражают затраты по его покупке, т. е. его рыночная цена. Эти затраты осуществляют в момент приобретения актива, поэтому не требуют приведения к настоящей стоимости.

Финансирование капитального актива за счет собственных средств ограничивается необходимостью осуществления затрат по текущей (основной) деятельности предприятия. Кроме того, их привлечение связано для него с высокой налоговой нагрузкой. С другой стороны, привлечение собственных источников не приводит к увеличению размера обязательств предприятия перед внешними кредиторами.

Основу денежного потока приобретения капитальных активов (например, машин и оборудования) за счет долгосрочного банковского кредита составляют уплаченные проценты за пользование этим кредитом и общая сумма долга, подлежащая погашению. Вычисление общей величины данного денежного потока (Cash Flow, CF) в настоящей стоимости осуществляют по следующей формуле:

$$CF_1 = \sum_{r=1}^t \frac{СП \times (1 - H_c)}{(1+r)^r} + \frac{ДК}{(1+r)^t}, \quad (5.20)$$

где CF_1 — сумма денежного потока по долгосрочному банковскому кредиту, приведенная к настоящей стоимости; $СП$ — сумма уплачиваемого процента за кредит исходя из готовой ставки; H_c — ставка налога на прибыль, доли единицы; $ДК$ — сумма долгосрочного кредита банка; r — годовая процентная ставка за долгосрочный кредит, доли единицы; t — продолжительность расчетного периода, лет.

Процедура привлечения банковского кредита предполагает необходимость оценки финансовой устойчивости и платежеспособности заемщика. Негативный момент использования кредита для предприятия — его высокая стоимость по сравнению с альтернативными источниками привлечения капитала.

За основу денежного потока финансовой аренды (лизинга) капитального актива принимают:

- авансовый лизинговый платеж, если он предусмотрен договором лизинга;
- регулярные лизинговые платежи за эксплуатацию капитального актива.

Расчет общей величины денежного потока в настоящей стоимости производят по формуле:

$$CF_2 = A_{лн} + \sum_{r=1}^t \frac{ЛП \times (1 - H_c)}{(1+r)^t}, \quad (5.21)$$

где CF_2 — сумма денежного потока по лизингу капитального актива, приведенная к настоящей стоимости; $A_{лн}$ — сумма авансового лизингового платежа, предусмотренная в договоре лизинга; $ЛП$ — годовая сумма регулярного лизингового платежа за эксплуатацию капитального актива; H_c — ставка налога на прибыль, доли единицы; r — годовая ставка дисконтирования, доли единицы; t — продолжительность расчетного периода, лет.

Если по истечении предусмотренного срока использования капитальный актив, приобретенный в собственность или взятый в аренду на условиях лизинга, имеет ликвидационную стоимость, то ее прогнозную величину исключают из денежного потока.

Расчет ликвидационной стоимости актива ведут по формуле:

$$CF_3 = \frac{ЛС}{(1+r)^t}, \quad (5.22)$$

где CF_3 — ликвидационный денежный поток за счет продажи капитального актива по ликвидационной стоимости; $ЛС$ — прогнозируемая ликвидационная стоимость капитального актива после окончания срока его эксплуатации; r — среднегодовая ставка ссудного процента, которая сложилась на кредитном рынке, доли единицы; t — продолжительность расчетного периода, лет.

К основным преимуществам применения финансового лизинга относят: возможность использования метода ускоренной амортизации (с коэффициентом не выше трех) и приобретения с рассрочкой в оплате необходимого фирме оборудования.

Следовательно, лизинг — капиталосберегающая форма финансирования процесса обновления основного капитала на действующих предприятиях различных форм собственности.

5.10. Новые формы инвестирования в основной капитал

Новые формы инвестирования в капитальные активы включают: финансовую аренду (лизинг), проектное финансирование, финансирование капитальных вложений на основе соглашений о разделе продукции.

По экономической природе лизинг выражает систему денежных отношений, связанных с передачей имущества во временное пользование на основе его приобретения и последующей сдачи в долгосрочную аренду.

С другой стороны, лизинг — это вид инвестиционной деятельности по приобретению имущества и передаче его на основании договора лизинга юридическим и физическим лицам за определенную плату на фиксированный срок и на согласованных условиях с правом выкупа имущества лизингополучателем.

Лизинговая деятельность — это выполнение лизингодателем функций по договору лизинга.

Лизинговые компании осуществляют данный вид деятельности на основании разрешений (лицензий), полученных в установленном законодательством РФ порядке. Лицензирование лизинговой деятельности осуществляют после постановки предприятия на учет в налоговых органах.

Лизинговая сделка — это совокупность договоров, необходимых для реализации договора лизинга между лизингодателем, лизингополучателем и продавцом (поставщиком) предмета лизинга. Такая сделка может включать в себя условия по оказанию дополнительных услуг лизингодателем лизингополучателю. Состав и стоимость этих услуг приводят в договоре лизинга.

Предметом лизинга может быть движимое и недвижимое имущество (здания, сооружения, оборудование, транспортные средства и другое имущество). В качестве предмета лизинга могут выступать предприятия и иные имущественные комплексы. Предметом лизинга не могут быть земельные участки и другие природные объекты, а также имущество, которое федеральным законодательством запрещено для свободного обращения.

Для лизинга характерна противоречивая экономическая природа. С одной стороны, лизинг представляет собой вложение средств на возвратной основе в основной капитал предприятий. Предоставляя на определенный срок (свыше одного года) движимое и недвижимое имущество, собственник (лизингодатель) в установленное время получает его обратно, т. е. проявляется действие принципов срочности и возвратности. За свою услугу он получает комиссионное вознаграждение, и тем самым реализуется принцип платности. Следовательно, по содержанию лизинг соответствует кредитным отношениям и приобретает признаки кредитной сделки. С другой стороны, по форме, поскольку лизингодатель (заимодавец) и лизингополучатель (заемщик) имеет дело с капиталом не в денежной, а в товарной форме, лизинг внешне аналогичен реальным инвестициям. Основой любой лизинговой сделки является финансовая, а правильное — кредитная операция. Лизингодатель оказывает лизингополучателю услугу, так как приобретает имущество в собственность по полной стоимости и за счет регулярных взносов лизингополучателя по истечении определенного времени возмещает эту стоимость. Поэтому исходя из финансовых отношений между поставщиком и пользователем имущества лизинг можно рассматривать как форму кредитования движимого и недвижимого имущества, альтернативную традиционному банковскому кредиту.

Таким образом, если рассматривать лизинг как передачу имущества во временное пользование на условиях срочности, возвратности и платности, его можно характеризовать как товарный кредит в основной капитал предприятий. Поэтому в экономической интерпретации лизинг — это кредит, предоставляемый лизингодателем в форме передаваемого в пользование имущества.

Субъектами лизинговых отношений являются лизингодатель (лизинговая компания) и лизингополучатель (заемщик), а объектом товарного кредита выступают отдельные элементы основного капитала.

При лизинге право пользования имуществом отделено от права собственности на него. Лизингодатель (собственник) сохраняет за собой право собственности на

передаваемое в лизинг имущество, тогда как право пользования им переходит к лизингополучателю.

После завершения срока лизинга переданное в аренду имущество остается собственностью лизингодателя.

В договоре лизинга может быть предусмотрено право лизингополучателя на приобретение объекта (по остаточной стоимости) после истечения срока договора, а следовательно, и право собственности на него. Любой из субъектов лизинговых отношений может быть резидентом, нерезидентом РФ, а также субъектом предпринимательской деятельности с участием иностранного инвестора.

Взаимоотношения между лизингодателем и лизингополучателем регулируются договором, заключаемым в письменной форме. В договоре лизинга должны быть приведены сведения, позволяющие достоверно установить имущество, которое подлежит передаче лизингополучателю в качестве предмета лизинга.

Договор лизинга должен содержать следующие существенные сведения:

- детальное описание предмета;
- объем передаваемых прав собственности;
- наименование места и указание порядка передачи предмета;
- указание срока действия договора;
- порядок балансового учета предмета;
- порядок эксплуатации и ремонта предмета;
- перечень дополнительных услуг, предоставляемых лизингодателем лизингополучателю;
- общую сумму договора и размер вознаграждения лизингодателя;
- порядок расчетов (график платежей);
- условия страхования предмета лизинга.

На основании договора лизинга лизингодатель обязуется:

- приобрести у конкретного продавца в собственность определенное имущество для его передачи за плату лизингополучателю;
- выполнять другие обязательства, вытекающие из договора лизинга.

По договору лизинга лизингополучатель обязан:

- принять предмет лизинга;
- выплатить лизингодателю лизинговые платежи в порядке и в сроки, предусмотренные договором;
- по окончании срока действия договора лизинга возвратить предмет лизинга или приобрести его в собственность на основании договора купли-продажи;
- выполнить другие обязательства, вытекающие из содержания договора.

Наряду с договором лизинга участники лизинговой сделки вправе заключить с другими лицами обязательные и сопутствующие договоры. К обязательным договорам относят договор купли-продажи имущества, а сопутствующим договорам — договор о привлечении денежных средств, договор залога, договор поручительства и пр.

В договоре лизинга в обязательном порядке предусматривают обязательства, которые стороны считают бесспорным и очевидным нарушением его условий, приводящим к прекращению действия договора и возврату предмета лизинга.

Договор лизинга может предусматривать право лизингополучателя продлить срок лизинга с сохранением или изменением условий этого договора. Основной целью управления лизингом с позиции привлечения предприятием — арендатором заемных средств является минимизация потока платежей по обслуживанию каждой сделки.

На практике используют следующие этапы управления лизингом:

- выбор предмета лизинговой сделки;
- выбор вида финансового лизинга;
- согласование с лизингодателем условий осуществления лизинговой операции;
- анализ и оценка эффективности лизинговой сделки;
- заключение договора-лизинга;
- организация контроля за своевременным проведением лизинговых платежей;
- закрытие лизинговой сделки и возврат предмета лизинга.

Лизинг классифицируют на внутренний и международный. При осуществлении внутреннего лизинга все его участники выступают как резиденты Российской Федерации, при международном лизинге его участники не являются резидентами.

Исходя из состава участников (субъектов) лизинговые операции делятся:

- на прямой финансовый лизинг, при котором собственник имущества (поставщик) самостоятельно сдает объект в аренду пользователю, минуя посредника (двухсторонняя сделка);
- на косвенный лизинг, когда передача имущества пользователю происходит через посредника (лизинговую компанию или банк), и в данном случае имеет место трехсторонняя сделка (поставщик—лизингодатель—пользователь).

Финансовый лизинг имеет ряд разновидностей: оперативный, лизинг с обслуживанием, леверидж-лизинг (возвратный), «лизинг в пакете» и др.

В лизинговых операциях могут участвовать три юридических лица и более: лизингодатель, лизингополучатель, поставщик (изготовитель) предмета лизинга и др. (рис. 5.4).

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

Развитие лизинговых отношений можно осуществлять путем сдачи в долгосрочную аренду целых предприятий, что вызывает необходимость применения раздельного лизинга. Его характеризует крупномасштабность и наличие большого количества участников и финансово-кредитных операций при осуществлении сделок.

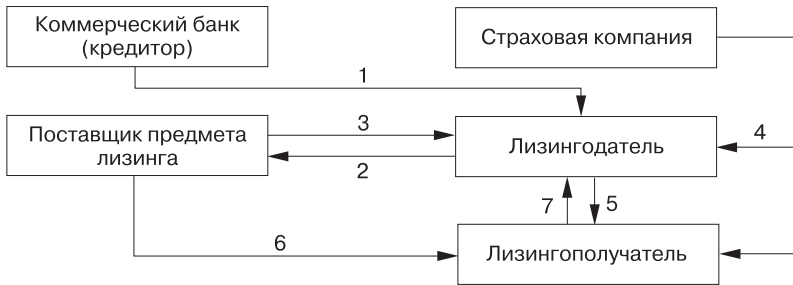


Рис. 5.4. Схема построения многосторонней лизинговой сделки: 1 — банковский кредит лизингодателю на приобретение предмета лизинга; 2 — оплата предмета лизинга; 3 — продажа предмета лизинга; 4 — страхование предмета лизинга; 5 — заключение договора лизинга; 6 — поставка предмета лизинга; 7 — лизинговые платежи в пользу лизингодателя

Раздельный лизинг — это усложненный вариант финансового лизинга, который предусматривает участие в сделке нескольких компаний и финансовых организаций. Между ними распределяют обязанности по осуществлению лизинговых операций. Раздельный лизинг используют в том случае, если лизингодатель финансирует лишь часть технических средств, а другую, иногда большую часть, оплачивают за счет займов прочих участников. Лизингодатель оформляет в пользу займодавца (кредитора) залог на эти технические средства и предоставляет ему преимущественное право на получение арендных платежей (рис. 5.5).

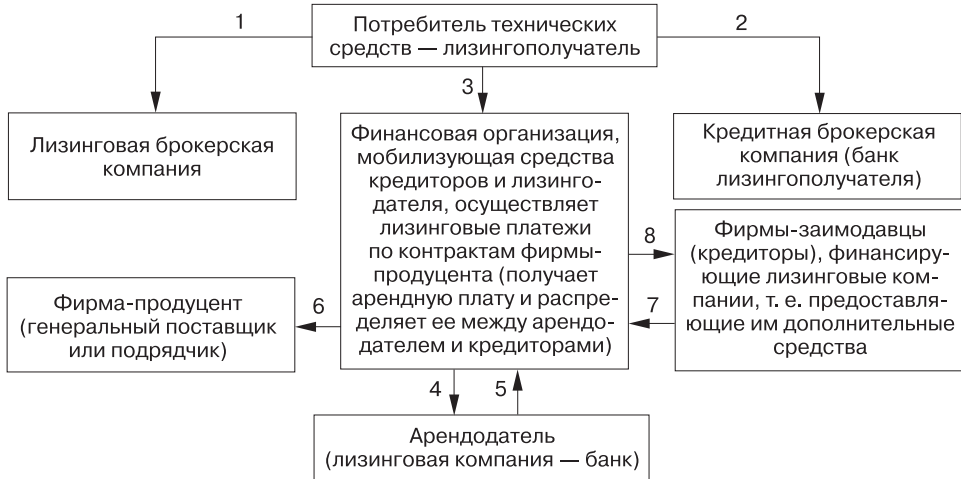


Рис. 5.5. Примерная схема осуществления крупномасштабных операций раздельного финансового лизинга: 1 — комиссионное вознаграждение за услуги брокерской компании по подбору участников сделки; 2 — вознаграждение кредитной брокерской компании за организацию предоставления кредита и других услуг по финансовым операциям; 3 — арендные платежи потребителя технических средств (лизингополучателя); 4 — лизинговые платежи, причитающиеся лизингодателю; 5 — финансирование лизингодателем части приобретенных технических средств у изготовителя-поставщика; 6 — оплата компании-производителю приобретенных у нее технических средств; 7 — кредиты финансовых организаций, предоставленные для закупки комплекта необходимых лизингодателю технических средств; 8 — платежи по полученным ранее кредитам и проценты за их использование

Услуги, предоставляемые лизинговыми компаниями лизингополучателям, являются платными, поэтому они обязаны своевременно выплачивать предусмотренные договором лизинга арендные платежи. В общую сумму платежей включают:

- платежи за основные услуги (процентное вознаграждение);
- амортизацию имущества за период действия лизингового договора;
- инвестиционные затраты лизингодателя;
- плату за дополнительные услуги лизингодателя, предусмотренные договором;
- страховые взносы за страхование предмета лизинга;
- налог на добавленную стоимость и другие налоги, уплачиваемые лизингодателем.

Расчет общей суммы лизинговых платежей осуществляют по формуле:

$$ЛП = АО + ПК + КВ + ДУ + НДС, \quad (5.23)$$

где *ЛП* — общая сумма лизинговых платежей; *АО* — амортизационные отчисления, причитающиеся лизингодателю в текущем периоде; *ПК* — плата за использование кредитных ресурсов лизингодателя на приобретение предмета лизинга; *КВ* — комиссионное вознаграждение за предоставление имущества по договору лизинга; *ДУ* — плата лизингодателю за дополнительные услуги по договору; *НДС* — налог на добавленную стоимость, уплачиваемый лизингополучателем за услуги лизингодателя.

Следует отметить, что для амортизируемых основных средств, которые являются предметом финансовой аренды (лизинга), к основной норме амортизации налогоплательщик вправе применять специальный коэффициент, но не свыше трех (раз). Данное положение не распространяют на амортизируемое имущество, относимое к первой-третьей группам основных средств, если амортизацию по ним начисляют нелинейным способом.

Размер, способ, форму и периодичность выплат определяют в договоре по соглашению сторон. Лизинговые платежи относят на издержки производства лизингополучателя. Их можно осуществлять в денежной форме, продукцией или услугами арендатора (компенсационная форма), а также в смешанной форме.

По методу начисления лизинговые платежи классифицируют на:

- платежи с фиксированной общей суммой, когда общую их величину выплачивают в течение всего срока действия договора в соответствии с согласованными партнерами сроками и способами выплат;
- авансовые платежи, когда лизингополучатель в момент подписания договора уплачивает лизингодателю аванс в сумме, согласованной сторонами, а оставшуюся часть суммы платежей (за вычетом аванса) начисляют и уплачивают в течение срока действия договора аналогично платежам с фиксированным процентом;
- минимальные платежи, когда в общий их объем включают сумму амортизации лизингового имущества за весь срок действия договора, плату за привлечение лизингодателем заемных средств, комиссионные вознаграждения и плату за дополнительные услуги лизингодателя, предусмотренные договором, а также стоимость выкупаемого имущества, если выкуп предусмотрен договором.

Основным условием трех методов является начисление лизинговых платежей равными долями.

Действующее законодательство предусматривает приоритетное обеспечение прав лизингодателя (по сравнению с правами лизингополучателя), а именно:

- в случае неперечисления лизингополучателем лизинговых платежей более двух раз подряд по истечении договорного срока их списание со счета последнего осуществляют в бесспорном порядке путем направления лизингодателем в банк, в котором открыт счет лизингополучателя, распоряжения на списание с его счета денежных средств в пределах сумм просроченных лизинговых платежей;
- лизингодатель вправе потребовать досрочного расторжения договора лизинга и возврата в разумный срок лизингополучателем имущества в случае неисполнения последним своих договорных обязательств; в данной ситуации все расходы, связанные с возвратом имущества, несет лизингополучатель.

Лизингополучатель имеет право:

- продлить срок лизинга, если такая норма зафиксирована в договоре лизинга;
- на отдельные улучшения предмета лизинга, произведенные в процессе капитального ремонта и модернизации, если они выполнены с письменного согласия лизингодателя; в данном случае лизингополучатель приобретает право после прекращения договора лизинга на возмещение стоимости таких улучшений, если иное не предусмотрено договором лизинга.

Лизингодатель может уступить третьему лицу полностью или частично свои права по договору лизинга, а также использовать в качестве залога предмет лизинга, который будет приобретен в будущем по условиям договора. Лизингодатель обязан предупредить лизингополучателя о всех правах третьих лиц на предмет лизинга.

Как показывает практика зарубежных стран, одним из перспективных методов финансового обеспечения реальных инвестиций служит проектное финансирование. Данное направление инвестиционной деятельности имеет приоритетное значение для таких отраслей хозяйства, как горнодобывающая промышленность, электроэнергетика, развитие производственной инфраструктуры и др.

Понятие «проектное финансирование» трактуют неоднозначно. Так, в США под этим термином подразумевают, что получаемые от проекта доходы являются основным источником погашения долгосрочных обязательств или формой финансирования без привлечения дополнительных источников либо с их ограниченным привлечением.

Методы проектного финансирования на Западе стали использовать в начале 80-х гг. прошлого столетия для описания различных типов финансовых операций, которые давали возможность инициаторам проектов снизить расходы на погашение долговых обязательств, воспользоваться поддержкой финансово-кредитных институтов, включая прямую или косвенную бюджетную поддержку.

Проектное финансирование выражает особую форму финансового обеспечения крупных инвестиционных проектов на основе мобилизации внешних источников с целью получения прибыли от денежных потоков, генерируемых вновь создаваемым для целей реализации проекта предприятием.

В тех случаях, когда в реализации крупномасштабных проектов участвуют финансово-кредитные организации, а инвестиционные затраты возмещают за счет будущих доходов вновь создаваемых предприятий (объектов), применяют

метод мобилизации денежных ресурсов, который носит название «проектное финансирование».

Для организации финансирования крупных проектов их инициаторы совместно с предполагаемыми участниками и в тесном взаимодействии с коммерческими банками разрабатывают детальное технико-экономическое обоснование (ТЭО) и бизнес-план намечаемого проекта. Только после этого данные документы могут быть представлены на рассмотрение потенциальным инвесторам и первоклассным кредиторам (банкам), заинтересованным в реализации проекта. Примерная схема реализации крупного инвестиционного проекта представлена на рис. 5.6.

К важнейшим принципам проектного финансирования относят:

- участие в проекте надежных партнеров, готовых способствовать его реализации;
- квалифицированную подготовку ТЭО, бизнес-плана и сметной документации, их предварительное согласование с банком (иными кредиторами), если предполагается его участие в проекте в качестве кредитора, гаранта, агента (организатора финансирования);
- достаточную капитализацию проекта;
- детальную разработку процессов строительства и эксплуатации предприятия (транспорта, производства, маркетинга, менеджмента и пр.);
- оценку проектных рисков и их распределение среди участников;
- наличие соответствующего набора обеспечения и гарантий;
- диверсификацию источников финансирования проекта (внутренних и внешних);
- достижение экономической и технической жизнеспособности предприятия, созданного в результате реализации проекта, позволяющей гарантировать денежные потоки, достаточные для обслуживания долга перед кредиторами.

Многие инвестиционные проекты финансируют за счет собственных средств учредителей. Подобный подход соответствует международной практике финансово-

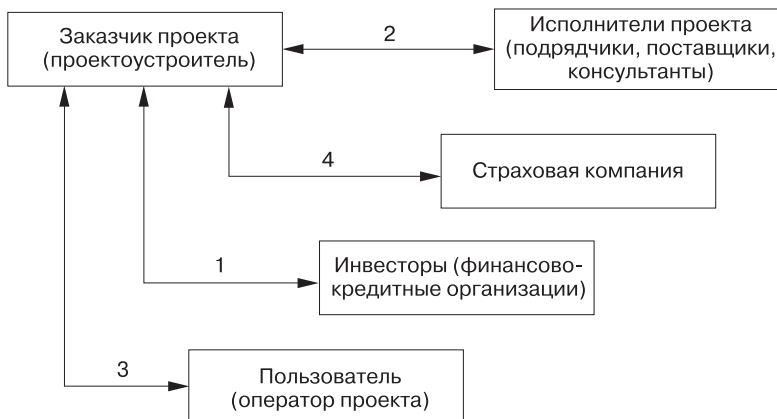


Рис. 5.6. Примерный формат организационно-правового обеспечения реализации крупного инвестиционного проекта: 1 — договор о финансировании проекта (инвестиционное соглашение, кредитный договор); 2 — договоры на поставку материальных ресурсов для строительства, строительного подряда и др.; 3 — договоры аренды, лизинга и др.; 4 — договор о страховании проектных рисков

го обеспечения новых проектов. Он заключается в том, что затраты и риски должны нести главным образом инициаторы (учредители) проекта. Они как акционеры имеют возможность получать высокие доходы, в то время как кредиторы могут рассчитывать только на своевременный возврат кредита (займа) и процентов по нему.

Финансовые ресурсы в схемах проектного финансирования привлекают традиционными способами на внутреннем и международном рынках капитала: на основе банковского кредита, выпуска корпоративных ценных бумаг (акций и облигаций), финансового лизинга, инвестиционных ресурсов частных компаний, поддержанных банковскими гарантиями и поручительствами.

В перечень базисных принципов привлечения ресурсов для проектного финансирования включают:

- материальную заинтересованность инвесторов и кредиторов в реализации проекта;
- добровольность предоставления средств для реализации проекта;
- зависимость дохода, получаемого кредитором или инвестором, от уровня принимаемого им риска по проекту и ликвидности используемого финансового инструмента и пр.

Расчеты, необходимые для реализации конкретного проекта, позволяют уже на начальном этапе проектирования нового предприятия оценить финансовые возможности его учредителей, потребности в заемном капитале, ожидаемую прибыль от проекта, потенциальные инвестиционные и коммерческие риски.

В банковской практике исходят из того, какую долю риска принимает на себя кредитор, выделяют следующие виды проектного финансирования:¹

- 1) без какого-либо регресса на заемщика (под термином «регресс» понимают обратное требование о возмещении предоставленной суммы денежных средств, предъявляемое одним юридическим лицом другому обязанному лицу);
- 2) с полным регрессом на заемщика;
- 3) с ограниченным регрессом на заемщика.

При реализации крупномасштабных проектов в них могут быть задействованы многие участники:

- спонсоры (инициаторы) проектов;
- проектная компания, учреждаемая спонсорами;
- кредиторы (коммерческие и инвестиционные банки, банковские консорциумы);
- подрядчики (генподрядчики и субподрядчики);
- консультанты (юридические лица-банки и физические лица — инвестиционные аналитики и менеджеры);
- поставщики оборудования;
- страховые компании;
- институциональные инвесторы, приобретающие акции или иные ценные бумаги, эмитируемые проектной компанией;
- финансовые советники (коммерческий банк, консалтинговая компания);

¹ Более подробно см.: *Бочаров В. В.* Инвестиции: Учебник для вузов. — СПб.: Питер, 2002. С. 198–209.

- оператор-компания, управляющая объектом инвестиционной деятельности после ввода его в эксплуатацию;
- покупатели товаров и услуг вновь созданного предприятия и другие участники.

Одно из ведущих мест в системе проектного финансирования принадлежит проектной компании. Чаще всего ее создание вызывается тем, что получение проектного кредита отражается на балансе проектной компании, а не на балансе спонсоров (учредителей), которые этой операцией не хотели бы ухудшить свое финансовое положение. Такой метод финансирования получил название «вне баланса».

Возможности внебалансового финансирования зависят от законодательства конкретной страны, определяющего правила ведения бухгалтерского учета и отчетности. Внебалансовая задолженность не так опасна для компании-спонсора, так как обычно она не учитывается банками и рейтинговыми агентствами при оценке платежеспособности предприятий.

Анализ способов проектного финансирования позволяет установить их преимущества:

- привлечение значительных кредитных ресурсов под потенциальный проект;
- получение правовых гарантий под будущий проект;
- обеспечение выгодных кредитных условий и процентных ставок при недостаточной кредитоспособности спонсоров;
- получение дополнительных гарантий инвестиций в рамках совместной деятельности по реализации проекта путем распределения проектного риска между участниками;
- отсутствие необходимости отражения в финансовых отчетах спонсоров инвестиционных затрат до момента полной окупаемости проекта;
- высокая гибкость проектного финансирования, так как для спонсоров проекта риск снижается до той степени, которую принимают на себя кредиторы-банки; масштаб многих промышленных проектов настолько велик, что они часто превышают возможности даже больших компаний, требуя разделения риска между спонсорами и кредиторами; при данном типе финансирования банки берут на себя риск, который значительно выше, чем при обычных инвестициях;
- смещение оценки способности обслуживать задолженность с субъекта кредитования (конкретного заемщика) на объект, т. е. непосредственно на инвестиционный проект.

Применение различных вариантов проектного финансирования позволяет предприятиям — организаторам проектов, формирующим стартовый капитал для их реализации, мобилизовать значительные денежные средства на финансовом рынке.

Финансовые взаимоотношения между участниками проектного финансирования показаны на рис. 5.7.

Перспективной формой финансирования совместных проектов в России является организация их финансового обеспечения на основе лимитированного

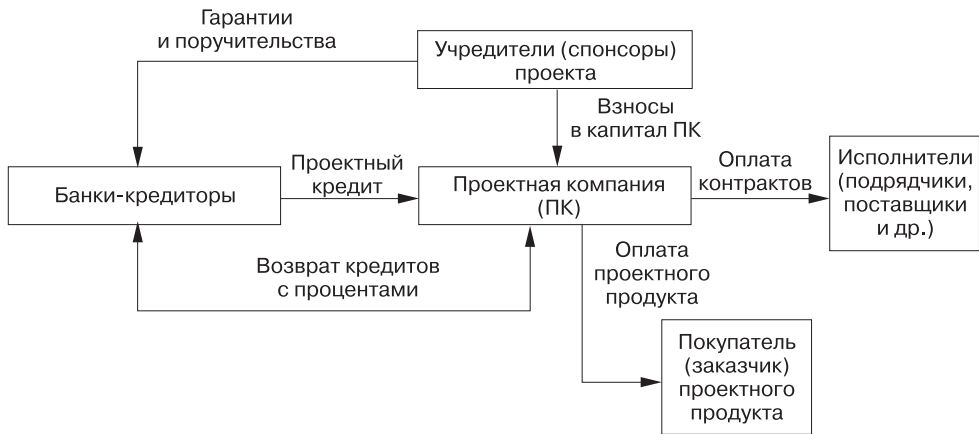


Рис. 5.7. Финансовая схема реализации проекта по методу проектного финансирования

проектного финансирования. Его условие — вложение инвестором определенной части собственных средств. Обычно по проектам, на финансирование которых выделяют средства из федерального бюджета, собственные средства инвесторов должны составлять как минимум 20% общей суммы. В этих условиях финансовая поддержка государства должна быть не менее 40%, что соответствует мировой практике. Остальные 40% могут быть предоставлены в форме долгосрочных кредитов заинтересованными в проекте банками. Одновременно государство вправе за счет федерального бюджета предоставить уполномоченному банку гарантии финансирования особо важного проекта в размере до 40% средств, предоставляемых конкретному инвестору в форме кредита.

Однако в настоящее время реальные возможности применения подобного способа финансирования инвестиционных проектов ограничены из-за сложностей в получении бюджетных средств.

Для активизации инвестиционной деятельности в Российской Федерации важную роль призваны сыграть соглашения о разделе продукции. Правовую основу для них создает одноименный федеральный закон.

Соглашение о разделе продукции привлекательно для государства тем, что в отличие от других форм заимствований или лицензионных соглашений (концессий) раздел продукции не грозит усилением долгового бремени и потерей контроля над недрами и сырьевыми ресурсами, так как вопрос решается в пользу долгосрочной аренды на определенный срок. При этом разведку полезных ископаемых и другие сопутствующие работы инвестор проводит за свой счет. В случае неудачи понесенные затраты ему никто не компенсирует.

Для инвесторов соглашение о разделе продукции привлекательно тем, что обеспечивает стабильность работы в течение длительного периода, однако оно не гарантирует защиту от коммерческого риска, в частности связанного с падением цен и спроса на продукцию на мировом рынке. Соглашения о разделе продукции создают потенциальные возможности для привлечения иностранных инвестиций в сырьевой сектор экономики России.

Глава 6

КРИТЕРИИ ПРИНЯТИЯ РЕШЕНИЙ ПО РЕАЛЬНЫМ ИНВЕСТИЦИОННЫМ ПРОЕКТАМ

6.1. Ключевые правила инвестирования

За основу для принятия решений инвестиционного характера взята оценка и сравнение объема предполагаемых инвестиций и будущих денежных поступлений от вложенных средств. Поскольку сравниваемые параметры относятся к разным периодам, приоритетной проблемой является их сопоставимость во времени. Для получения объективных данных о результатах инвестирования необходимо выполнение следующих процедур:

- сбор необходимой информации;
- прогноз перспектив деловой ситуации на рынке инвестиционных товаров (РИТ) по интересующим инвестора объектам;
- выбор стратегии поведения на инвестиционном рынке;
- своевременная корректировка тактики, а часто и стратегии инвестирования.

Выбор наиболее эффективного способа вложения капитала начинают с четкого определения возможных вариантов. Альтернативные проекты поочередно сравнивают друг с другом и с позиции доходности, надежности и безопасности выбирают наиболее приоритетный из них.

При решении вопроса об инвестировании необходимо определить, куда выгоднее вкладывать капитал: в производство, недвижимость, ценные бумаги, коммерцию (приобретение товаров для перепродажи) и др. Поэтому при инвестировании рекомендуют соблюдать следующие правила, выработанные практикой.

1. Правило финансового соотношения сроков («золотое банковское правило») — получение и расходование средств должно происходить в установленные сроки, а капитальные вложения с длительными сроками окупаемости целесообразно финансировать за счет долгосрочных заемных средств (банковских кредитов и облигационных займов со сроками погашения свыше одного года), чтобы не отвлекать из текущего оборота значительные денежные средства.
2. Правило сбалансированности рисков — особенно рискованные инвестиции целесообразно финансировать за счет собственных средств (чистой прибыли и амортизационных отчислений). В данном случае предприятие соблюдает принцип самофинансирования и не связывает себя дополнительными долговыми обязательствами, требующими уплаты процентных платежей.

3. Правило предельной рентабельности — предполагает выбор таких капитальных вложений, которые обеспечивают инвестору (вкладчику) достижение максимальной (предельной) доходности.

Зарубежные ученые-экономисты полагают, что стремление компании максимизировать прибыль (следовательно, и норму доходности на капитал) приравнивается к желанию менеджмента повысить предпринимательский доход собственника или акционеров. Большинство целей, которые противоречат критерию максимизации прибыли, являются фактически второстепенными. Акционеры, как и владельцы компании, обязаны знать, сколько заплатят они за достижение других целей (например, за лидерство в конкурентной борьбе, освоение новых рынков сбыта своей продукции и др.). Кроме того, ведущие менеджеры компании отчитываются перед собственником и акционерами за результаты производственно-коммерческой деятельности. Если деятельность менеджмента не принесет им приемлемой нормы прибыли на вложенный капитал, то он может быть заменен или компания станет объектом поглощения.

Следовательно, критерий принятия инвестиционных решений на базе максимизации нормы прибыли может быть использован для оценки эффективности работы предприятия (наряду с критерием максимизации «цены» компании), если абстрагироваться от последующего распределения прибыли на выплату дивидендов и цели развития. Это особенно важно, так как до настоящего времени не было предложено более наглядного способа оценки эффективности деятельности компании и иной альтернативной цели, обеспечивающей стабильный доход ее собственников (владельцев).

4. Правило: чистая прибыль от конкретного вложения капитала должна превышать ее величину от помещения денежных средств на банковский депозит, т. е.:

$$P_u > C_{\partial n}, \quad (6.1)$$

где P_u — рентабельность инвестиций, %; $C_{\partial n}$ — ставка депозитного процента, учитывающая темп инфляции, %.

$$P_u = \frac{ЧП}{И} \times 100, \quad (6.2)$$

где $ЧП$ — чистая прибыль, полученная от инвестирования средств в конкретный проект; $И$ — объем инвестированных средств.

5. Правило: рентабельность инвестиций должна быть выше среднегодового темпа инфляции, т. е.:

$$P_u > T_u, \quad (6.3)$$

где T_u — среднегодовой темп инфляции, %.

6. Правило: рентабельность реального инвестиционного проекта с учетом фактора времени (временной стоимости денег) всегда выше доходности альтернативных проектов. Если два и более анализируемых проекта не могут быть реализованы одновременно (по причине ограниченности инвестиционных ресурсов), а принятие одного из них автоматически означает, что оставшиеся проекты должны быть отклонены, то подобные проекты называют альтернативными (взаимоисключающими). Например, установка конвейерной линии на складе предприятия и приобретение скоростного грузоподъемного устройства для этого склада можно рас-

сма­тривать как альтер­нативные про­екты — при­ятие од­но­го озна­ча­ет от­каз от дру­го­го.¹

7. Правило: рентабельность активов предприятия после реализации проекта, как правило, увеличивается и в любом случае превышает ставку банковского процента по заемным средствам, т. е.:

$$P_a > \overline{СП}, \quad (6.4)$$

где P_a — рентабельность активов, %; $\overline{СП}$ — средняя ставка банковского процента на кредитном рынке, %.

8. Правило: рассмотренный проект должен соответствовать главной стратегии поведения предприятия на товарном рынке с позиции формирования рациональной ассортиментной структуры производства, сроков окупаемости капиталовложений, наличия финансовых источников покрытия издержек производства и обеспечения стабильности поступления доходов (выручки от продаж) в течение периода эксплуатации проекта.

Инвестиции в реальные проекты — это длительный процесс, поэтому при их анализе и оценке необходимо учитывать:

- рискованность проектов — чем больше срок окупаемости капитальных затрат, тем выше инвестиционный риск;
- временную стоимость денег, так как с течением времени деньги утрачивают ценность вследствие инфляции;
- привлекательность проекта по сравнению с альтернативными вариантами вложения капитала с позиции максимизации прибыли (дохода) и роста курсовой стоимости акций предприятия (компании) при минимальном уровне риска, так как эта цель для инвестора является ключевой.

6.2. Содержание, цель и задачи управления портфелем инвестиционных проектов

Инвестиционный портфель предприятия представляет собой совокупность входящих в него реальных проектов и программ. Основной целью управления данным портфелем является наиболее эффективная реализация инвестиционной политики предприятия на различных этапах его развития.

В процессе постановки важнейшей цели предприятия решают ряд приоритетных задач (более локальных целей).

1. Повышение темпов экономического развития предприятия. Между эффективностью инвестиционной политики и темпами его экономического развития существует непосредственная связь. Чем выше объем продаж и прибыли, тем больше, при прочих равных условиях, остается средств на капиталовложения.
2. Максимизация прибыли (дохода) от инвестиционной деятельности. Возможности экономического развития предприятия зависят от объема не бухгалтерской, а чистой прибыли, остающейся после налогообложения. Поэтому при наличии в портфеле нескольких инвестиционных проектов рекомендуют

¹ Независимые проекты — проекты, денежные потоки которых не зависят один от другого.

- выбирать тот, который обеспечивает инвестору наибольшую массу чистой прибыли на вложенный капитал (норму чистой прибыли).
3. Минимизация рисков. Инвестиционные риски многообразны и сопутствуют всем видам инвестирования. При неблагоприятных условиях они могут вызвать не только потерю прибыли (дохода) от инвестиций, но и всего инвестированного капитала. Поэтому целесообразно существенно ограничивать инвестиционные риски путем включения в портфель наименее рискованных проектов, но приносящих их инициаторам приемлемый доход.
 4. Обеспечение финансовой устойчивости и платежеспособности предприятия в процессе инвестиционной деятельности. Капитальное инвестирование связано с отвлечением финансовых ресурсов в значительных размерах и на длительный срок, что может привести к дефициту ликвидных средств по текущим хозяйственным операциям. Кроме того, финансирование отдельных инвестиционных проектов осуществляют за счет заемных средств. Резкое увеличение доли последних способно привести к потере финансовой устойчивости в долгосрочном периоде. Поэтому, определяя источники финансирования капиталовложений, следует заранее спрогнозировать, какое влияние заемные источники окажут на финансовое состояние предприятия.
 5. Ускорение реализации инвестиционных проектов. Намечаемые к реализации проекты должны быть выполнены как можно быстрее, что обеспечивает следующие преимущества:
 - ◆ ускорение экономического развития предприятия в целом;
 - ◆ более быстрое формирование дополнительного денежного потока в форме чистой прибыли и амортизационных отчислений, который служит источником возмещения первоначальных инвестиций;
 - ◆ сокращение сроков использования заемных средств, что позволяет инвестору экономить на процентных платежах кредиторам;
 - ◆ снижение инвестиционных рисков, связанных с неблагоприятным изменением рыночной конъюнктуры, а также потерь от инфляции.

Все перечисленные задачи управления инвестиционным портфелем тесно взаимосвязаны. Так, высоких темпов развития предприятия можно достичь за счет подбора высокодоходных проектов и ускорения их реализации. В свою очередь, максимизация прибыли (дохода) от инвестиций сопровождается ростом проектных рисков, что требует их нейтрализации. Минимизация данных рисков выступает важнейшим условием обеспечения финансовой устойчивости предприятия в процессе инвестиционной деятельности.

Следовательно, приоритетной задачей управления инвестиционным портфелем служит не максимизация прибыли от проектов, а обеспечение высоких темпов экономического развития предприятия при сохранении его финансового равновесия.

С учетом перечисленных выше задач определяют программу действий по формированию и реализации портфеля реальных инвестиций. Она заключается в следующем:

- исследование внешней (экзогенной) инвестиционной среды и прогнозирование деловой ситуации на рынке инвестиционных товаров;

- разработка стратегических направлений инвестиционной деятельности предприятия;
- определение стратегии формирования инвестиционных ресурсов для реализации выбранных проектов;
- формирование инвестиционного портфеля и его анализ по критериям доходности, риска и ликвидности (периода окупаемости капитальных затрат);
- текущее планирование и оперативное управление процессом реализации проектов (составление календарных планов и бюджетов их реализации);
- подготовка решений о выходе из неэффективных проектов и reinvestировании высвобождаемого капитала в другие проекты или виды деятельности.

Если фактическая эффективность инвестиционного портфеля окажется ниже ожидаемой, то принимают решение о выходе из отдельных проектов и определяют формы такого выхода (консервация объектов, продажа активов, акционирование и пр.). Только после этого подбирают новые высокоэффективные проекты, отвечающие интересам инвестора (застройщика).

6.3. Основные принципы принятия долгосрочных инвестиционных решений

К основным принципам принятия долгосрочных инвестиционных решений, связанным с выбором и реализацией инвестиционных проектов, относятся:

1. Рассмотрение и анализ проекта на протяжении всего жизненного цикла (расчетного периода) — от проведения прединвестиционных исследований до прекращения проекта. Подобная процедура позволяет оценить все позитивные аспекты его реализации для инвестора и выявить негативные моменты при эксплуатации объекта с целью их устранения.
2. Моделирование денежных потоков, включающих все связанные с осуществлением проекта денежные поступления и расходы за расчетный период с учетом возможности использования различных валют. Данный принцип оценки предполагает обязательное приведение к настоящей стоимости как вложенного капитала, так и величины будущего денежного потока. Это связано с тем, что процесс инвестирования осуществляют не одновременно, а последовательно, поэтапно, что находит отражение в технико-экономическом обосновании (ТЭО) и бизнес-плане инвестиционного проекта.¹ Аналогично приводят к настоящей стоимости и сумму денежного потока по отдельным этапам его формирования.
3. Сопоставимость условий сравнения различных проектов (их вариантов), что обеспечивают выбором дифференцированного процента (дисконта) в процессе дисконтирования денежных потоков по различным проектам.

Доход от инвестиций (в форме денежных поступлений) образуется с учетом следующих факторов:

- средней реальной (безрисковой) процентной ставки;

¹ Бизнес-план представляет собой описание практических действий по осуществлению капитальных вложений в конкретный проект.

- темпа инфляции (премии за нее);
- премии за инвестиционный риск;
- премии за низкую ликвидность (при долгосрочном вложении капитала).

С учетом этих факторов при сравнении проектов с неодинаковыми уровнями риска должны применяться при дисконтировании денежных потоков различные ставки процента. Более высокую ставку процента обычно используют по проектам с высоким уровнем риска. Аналогично при сравнении проектов с различными периодами инвестирования (ликвидностью инвестиций) более высокую ставку процента применяют по проекту с длительным сроком окупаемости капитальных вложений (свыше пяти лет).

Для определения различных показателей эффективности проектов в качестве дисконтной ставки можно выбрать:

- среднюю депозитную или кредитную ставку (по рублевым или валютным кредитам);
- индивидуальную норму доходности, которая требуется инвестору с учетом темпа инфляции, уровня риска и низкой ликвидности инвестиций (срока их окупаемости);
- норму доходности по государственным ценным бумагам (облигациям федеральных и субфедеральных займов);
- норму доходности по текущей (эксплуатационной) деятельности — рентабельность активов, собственного капитала и продаж;
- норму доходности по другим аналогичным проектам;
- средневзвешенную стоимость капитала ($WACC$), исчисленную для данного предприятия, и т. д.

1. *Принцип положительности и максимума эффекта.* Чтобы проект был признан инвестором эффективным, необходимо, чтобы эффект от его реализации (доход или прибыль) был положительным. При сравнении ряда альтернативных проектов предпочтение отдают проекту с максимальным значением эффекта.

2. *Учет фактора времени при оценке проекта, включая динамичность (изменение во времени) параметров проекта и его экономического окружения.* Учитывают также разрывы во времени (лаги) между производством продукции или поступлением ресурсов и их оплатой. Принимают во внимание равноценность разновременных затрат и результатов (предпочтительность более ранних результатов и более поздних затрат).

3. *Учет только предстоящих расходов и поступлений.* При расчете показателей эффективности (доходности и периода окупаемости) должны учитываться только предстоящие в ходе осуществления проекта расходы и поступления, включая затраты, связанные с привлечением ранее созданных основных средств, а также возможные потери, непосредственно вызванные реализацией продукции. Например, от прекращения действующего производства в связи с созданием на его месте нового. Ранее созданные ресурсы, используемые в проекте, оценивают не затратами на их создание, а альтернативной стоимостью (*opportunity cost*). Они характеризуют максимальное значение упущенной выгоды, связанной с их возможным альтернативным использованием. Прошлые (уже произведенные) затраты, не обес-

печивающие возможности получения альтернативных (вне данного проекта) доходов в будущем, в денежных потоках не учитывают, поэтому на значение показателей эффективности они не влияют.

4. *Сравнение «с проектом» и «без проекта».* Оценку эффективности инвестиционного проекта можно осуществлять сравнением ситуации не «до проекта» и «после проекта», а «без проекта» и «с проектом», т. е. каким образом изменится производственно-экономический потенциал предприятия после его реализации.

5. *Учет всех наиболее существенных последствий проекта* (экономических, экологических, социальных и др.).

6. *Учет наличия различных участников проекта*, несовпадения их интересов и неодинаковых оценок стоимости капитала, что выражается в индивидуальном значении нормы дисконта (ставки дисконтирования).

7. *Многоэтапность оценки на стадиях обоснования капитальных вложений, разработки технико-экономических обоснований, выработки схемы финансирования, мониторинга реализации проекта* и т. д. На каждой стадии стоимость проекта определяют заново с различной степенью достоверности или уточняют. Следует иметь в виду, что на стадии составления обоснования инвестиций схема финансирования может быть ориентировочной. На стадии разработки ТЭО проекта должны быть использованы реальные исходные данные, в том числе и по схеме финансирования. Цель ее подбора — обеспечение финансовой реализуемости проекта, т. е. достижение такой структуры денежных потоков, при которой на каждом шаге расчета имеется достаточное количество денег для продолжения проекта.

8. *Учет при разработке проекта факторов инфляции и риска*, а также возможности использования при его реализации различных валют. Влияние инфляции определяют на основе следующих параметров:

- общего индекса внутренней рублевой инфляции;
- прогнозов валютного курса рубля;
- прогнозов внешней инфляции;
- прогнозов изменений во времени цен на ресурсы и продукцию;
- прогноза ставок налогов и сборов, ставок рефинансирования Центрального банка России и других установленных государством финансовых норм и нормативов регулирования экономики.

Для оценки устойчивости и эффективности проекта в условиях неопределенности и риска рекомендуют использовать следующие методы:

- укрупненную оценку устойчивости;
- расчет уровня безубыточности;
- способ вариации параметров;
- оценку ожидаемого эффекта проекта с учетом количественных характеристик неопределенности и др.

9. *Учет при принятии проекта к реализации потребности в оборотном капитале для вновь создаваемого предприятия.* Данная потребность зависит от следующих факторов:

- типа инвестиционного проекта;
- уровня прогнозируемой инфляции;

- сроков поступления необходимых материальных ресурсов и оплаты готовой продукции и др.

Указанные принципы целесообразно учитывать при принятии инвестиционных решений и формировании портфеля реальных проектов.

6.4. Решения по отбору и реализации инвестиционных проектов

Капитальное инвестирование выражает процесс принятия решений о долгосрочном и рисковом вложении средств в основной капитал предприятия (корпорации). Эти решения принимают во внутренней социальной среде, поэтому они влияют на все аспекты его жизнедеятельности (включая персонал). Таким образом, при принятии инвестиционных решений необходимо учитывать как чисто финансовые последствия, так и их влияние на стратегию поведения предприятия на товарном и финансовом рынках, финансовое состояние собственника и оплату труда персонала.

Инвестиционные решения принимают собственники и менеджеры (ведущие специалисты) предприятия. Реальные инвестиции нельзя рассматривать в изоляции от деятельности организации в целом. Они являются частью ее экономической стратегии. Кроме того, при капитальном инвестировании необходимо учитывать процессы, происходящие и во внешней окружающей среде.

Инвестиционные решения представляют собой выбор направлений инвестиций и источников их финансирования. Эти решения учитывают следующие аспекты деятельности предприятия:

- стратегическое планирование;
- производство продукции (работ, услуг);
- информационное обеспечение;
- маркетинг;
- трудовые ресурсы.

Стратегическое планирование как деятельность, направленная на будущее развитие предприятия, имеет самое непосредственное отношение к принятию инвестиционных решений. Оно призвано обеспечивать согласование долгосрочных целей с использованием имеющихся ресурсов для достижения достаточного уровня развития предприятия. Стратегическое планирование тесно связано с финансовым анализом, с помощью которого осуществляют оценку эффективности капиталовложений, отдача от которых будет получена в будущем.

Маркетинг не имеет непосредственной связи с капитальными вложениями, однако маркетинговые исследования, реклама, создание дилерской сети предполагают значительные затраты с расчетом на их окупаемость в будущем периоде. Например, дизайн товара и контроль за его качеством частично пересекаются с функцией планирования производства и определяются инвестиционными решениями, направленными на изменение производственных возможностей предприятия. Маркетинг в аспекте его воздействия на производство можно рассматривать как элемент капиталовложений, требующий особых инвестиционных решений. Трудовые ресурсы играют важную роль в системе взаимосвязей между инвестиционными решениями и остальными параметрами деятельности предприятия.

Процесс осуществления капиталовложений включает в себя пять примерных этапов (стадий).

1. *Поиск инвестиционного проекта* — отправная точка процесса реального инвестирования. Благополучие любого предприятия зависит не столько от его способности находить выгодные возможности, сколько от умения их создавать. Довольно сложно интерпретировать те меры, которые необходимы для создания благоприятных условий в рамках поиска потенциальных инвестиционных проектов на предприятии. Возможно, самое главное — это создание такой внутренней среды, при которой специалисты предприятия могут свободно развивать и выражать свои инвестиционные идеи. Этого можно добиться, разрешив выдвигать в числе прочих средства на дальнейшее исследование и разработку наиболее перспективных инвестиционных проектов (например, по модернизации и замене устаревшего оборудования, проектированию нового продукта и т. д.).

2. *Формулировка, первичный отбор и оценка проектов*. После завершения поиска инвестиционных идей предприятие получает их в свое распоряжение. Трансформация этих идей в четко сформулированные капиталовложения — это цель данной стадии. Поиск информации, необходимой для получения четкой формулировки проекта, часто носит платный характер. Например, автору (инициатору) проекта могут понадобиться техническая информация, сведения о возможных поставщиках материалов и комплектующих изделий, маркетинговые исследования и т. д.

Нередко на стадии формулировки проекта автор идеи принимает активное участие в ее развитии. По мере сбора информации он должен постоянно пересматривать формулировку проекта. Первичная оценка последнего имеет важное значение для принятия окончательного решения о реализации проекта.

Предварительный отбор инвестиционных предложений на данном этапе базируется в основном на качественной оценке основных параметров жизнеспособности проекта, включая его финансовое обеспечение. Например, предложение, которое абсолютно нерентабельно, технически неосуществимо и не согласуется со стратегическими целями деятельности предприятия, скорее всего, будет отвергнуто.

3. *Анализ и окончательный выбор проекта*. Методы, применяемые для анализа инвестиционных проектов, позволяют оценить их основные параметры количественно (обычно в денежной форме). Модель принятия и осуществления инвестиционных решений предполагает, что именно на данной стадии формируют окончательное решение о том, будут или не будут вложены денежные средства в проект. Подобные решения принимают на основе данных финансового анализа.

Процедура финансового анализа и окончательного выбора включает несколько последовательных этапов:

- заполнение и передача на рассмотрение руководству стандартной финансовой документации, т. е. придание инвестиционному предложению официальной формы;
- классификация проектов по типам, когда выделяют проекты, которые могут быть одобрены с финансовых позиций, и проекты, которые должны обеспечить приемлемую норму прибыли на вложенный капитал, но денежных средств для их реализации в ближайший период (год) недостаточно;
- финансовый анализ представленной информации с точки зрения эффективности тех или иных капитальных вложений;

- сопоставление результатов финансового анализа с предварительно установленными критериями отбора. Принимаемый к реализации проект должен удовлетворять или превышать финансовые критерии (рентабельность инвестиций должна быть выше депозитной ставки банковского кредита или экономической рентабельности активов данной компании);
- рассмотрение проекта с позиции бюджета предприятия на текущий и будущий годы, так как вопрос о достаточности средств для финансирования проекта должен быть решен до начала его осуществления;
- окончательное решение одобрить или отвергнуть проект, т. е. будет ли предприятие нести расходы по его реализации;
- если проект одобрен, то разрабатывают систему мониторинга (слежения) за ходом его реализации.

Информация, необходимая для финансового анализа, должна быть более детальной, чем та, которую использовали при первичном отборе проектов. На ряде предприятий разработаны стандартные формы, которые необходимо заполнить инициатору проекта (например, заявка на финансирование проекта, календарный план-график реализации проекта, план финансирования инвестиционного проекта на предстоящий год с поквартальной разбивкой показателей, бюджет движения денежных средств по инвестиционной деятельности и др.).

Инвестиционные проекты делят по типам, чтобы применять разные критерии отбора, например расширение существующих мощностей, замена изношенных элементов основного капитала, долговременные затраты на освоение новых видов продукции и технологий, затраты, не связанные с финансовыми результатами (экология, безопасность и др.).

Вопрос о принятии инвестиционных решений тесно связан с определением источников финансирования капитальных вложений. Последние отражают в инвестиционном плане (бюджете), а также в бюджете движения денежных средств (в разделе «Инвестиционная деятельность») предприятия.

Финансово-промышленные группы и холдинги осуществляют консолидацию этих бюджетов, а также разработку их в разрезе отдельных бизнес-единиц (филиалов, дочерних компаний и т. д.). Бизнес-единицы детализируют капитальный бюджет и бюджет движения денежных средств по отдельным инвестиционным проектам, имеющим для них приоритетное значение.

Бюджетные ограничения определяются внутренними и внешними факторами привлечения источников средств, например недостаточным предложением денег, высокой стоимостью (ценой) заимствований, дефицитом инвестиционных ресурсов у предприятия и т. п. Внешние ограничения носят название «жесткого нормирования», а внутренние — «мягкого нормирования» капитала. Проекты, возникающие не в процессе разработки бюджета, а во время его исполнения, имеют меньше преимуществ, так как не располагают гарантированными источниками покрытия капитальных затрат.

Если проект прошел отбор и включен в бюджет, то предприятие приступает к его реализации.

Формат сводного инвестиционного плана (бюджета) по предприятию в целом показан на рис. 6.1.



Рис. 6.1. Форма сводного инвестиционного плана (бюджета) предприятия (корпорации)

4. *Осуществление проекта.* В задачу руководителя проекта входит наблюдение за возведением объекта (здания, сооружения) или монтажом оборудования. Техническая сторона его реализации требует командного подхода, когда специалисты объединяют свои усилия для успешного выполнения строительно-монтажных, пусконаладочных и других работ.

Для обеспечения непрерывности инвестиционного процесса многие предприятия создают центр управления инвестициями (отдел капитального строительства).

Данный центр выполняет следующие функции:

- изучение особенностей функционирования отдельных структурных подразделений и филиалов в аспекте их влияния на приоритетные направления инвестиционной деятельности;
- управление локальными центрами инвестиций в структурных подразделениях (филиалах), призванных осуществлять инвестиционную деятельность;
- формирование системы прав и ответственности структурных подразделений, осуществляющих инвестиционную деятельность в форме капитальных вложений;

- обеспечение контроля за выполнением утвержденных плановых заданий филиалами (бизнес-единицами) посредством получения соответствующей отчетной информации, ее изучения и определения отклонений.

Примерами проблем, которые возникают на данном этапе, могут быть:

- проверка технических параметров и характеристик проекта;
- переговоры с поставщиками и подрядчиками о цене, сроках и объемах поставок материальных ресурсов и выполнения работ;
- подготовка кадров для строящегося предприятия (филиала) и др.

Проверяют также графики выполнения отдельных видов строительно-монтажных работ и целевое использование средств, выделенных по капитальному бюджету.

5. *Послеинвестиционный контроль.* Необходимость в подобном контроле возникает, когда проект прошел значительную часть своей жизни. Поэтому с помощью контроля часто бывает невозможно что-то исправить или улучшить. Такой контроль скорее направлен на улучшение будущих управленческих решений. Успех проекта оценивают по тем же критериям, которые использовались для его отбора, и отчет об этом передается всем лицам, связанным с принятием инвестиционных решений. Например, проект, направленный на установку новой технологической линии, может быть подвергнут контролю после того, как будет завершен первый производственный цикл. Обычно приводят следующие аргументы в пользу данного вида контроля, который помогает:

- убедиться, что затраты и технические характеристики проекта соответствуют первоначальному плану;
- повысить уверенность в том, что инвестиционное предложение было тщательно продумано и четко оценено;
- улучшить оценку последующих инвестиционных решений.

Таким образом, послеинвестиционный контроль хотя и требует дополнительных затрат, дает полезную информацию, позволяющую улучшить будущие инвестиционные решения путем выявления непростых проблем, возникающих в процессе капитального инвестирования.

6.5. Информационное обеспечение инвестиционных решений

Инвестиционные решения требуют обширной информации внешнего и внутреннего характера.

Внешняя информационно-аналитическая система включает следующие данные.

1. Нормативно-правовая информация федеральных органов управления (правовые кодексы, федеральные законы, указы Президента РФ, постановления Правительства Российской Федерации и др.). Ее задача — создать благоприятный инвестиционный климат в стране за счет формирования благоприятных макроэкономических и правовых условий для инвесторов. Задача инвестиционных менеджеров — отслеживать тенденции в инвестиционной сфере и пытаться эффективно действовать в этой сфере.

2. Информация межотраслевого характера. К такой информации относятся данные об экологических, социальных и иных аспектах инвестиционной деятельности.
3. Нормативно-правовая информация субъектов Российской Федерации. Именно здесь приходится решать конкретные проблемы по созданию и поддержанию объектов производственной и социальной инфраструктуры, а это требует формирования регионального инвестиционного климата через местные налоговые льготы и программы поддержки.
4. Налоговое законодательство и инструктивные материалы Федеральной налоговой службы (ФНС) РФ и других органов исполнительной власти. К таким документам относятся, например, Налоговый, Бюджетный, Таможенный, Земельный, Градостроительный кодексы Российской Федерации.
5. Нормативно-методологическая информация — своеобразные стандарты подготовки проекта (описание принятых в международной практике принципов и методов расчетов показателей эффективности, формы расчетных и итоговых таблиц). В 1999 г. Министерством экономики РФ, Министерством финансов РФ и Госстроем РФ была утверждена вторая редакция Методических рекомендаций по оценке эффективности инвестиционных проектов, ставших в настоящее время основным нормативным документом в сфере реального инвестирования. Важное значение для принятия управленческих решений имеют также Методические рекомендации по разработке инвестиционной политики предприятия, утвержденные в 1997 г. Министерством экономики РФ.¹
6. Внешняя финансовая (бухгалтерская) и статистическая отчетность — как стандартные формы отражения текущих и будущих результатов реализации проекта. Часть данных из внешней информационно-аналитической среды (прежде всего — нормативная информация на уровне федеральных органов управления экономикой, налоговое законодательство) содержится в доступных справочных системах («Консультант-плюс», «Гарант» и др.), что облегчает работу инвестиционных менеджеров по ее формированию, пополнению и обработке. Важно подчеркнуть, что постепенно подобная информация из субъектов РФ также начинает аккумулироваться в справочных системах. Другая часть требует усилий менеджеров и аналитиков по сбору данных и их обновлению.
7. Внутренняя информационно-аналитическая система — это совокупность данных о предприятии (организации): его производственном потенциале, кадровом составе, организации снабжения и сбыта готовой продукции, положении на товарном рынке, состоянии менеджмента и финансов. Данная информация важна прежде всего для внешних инвесторов и кредиторов. Так, для снижения риска возможных негативных последствий кредитования тех или иных объектов многие банки стремятся получить максимально полную информацию о предприятиях — инициаторах проектов.

¹ Реформа предприятий (организаций): Методические рекомендации. — М.: Ось-89, 1998.

Объем исходной информации зависит от стадии проектирования, на которой производят оценку эффективности проекта. На всех стадиях информация имеет следующий вид:

- цель проекта;
- характер производства, общие сведения о применяемой технологии, видах продукции (работ, услуг);
- условия начала и завершения реализации проекта, продолжительность расчетного периода;
- сведения об экономическом окружении (сведения о поставщиках и покупателях, об основных конкурентах, о ситуации на финансовом рынке и т. д.).

На стадии инвестиционного предложения сведения о проекте включают:

- продолжительность строительства;
- объем капитальных вложений;
- выручку от продаж (реализации продукции) по годам эксплуатации проекта.

На стадии обоснования инвестиций сведения о проекте должны содержать:

- объем капиталовложений по годам и технологической структуре;
- объем реализации продукции (продаж) по годам, видам продукции и рынкам сбыта;
- сведения о производственных издержках (себестоимости продаж) с распределением по годам;
- возможную прибыль от проекта с разбивкой по годам и др.

На стадии технико-экономического обоснования (ТЭО) должна быть подготовлена вся исходная информация:

- сведения о проекте и его участниках;
- сведения об экономическом окружении проекта (налоги, индексы инфляции, прогноз изменения обменного курса валют и т. д.);
- сведения об эффекте от реализации проекта в смежных отраслях и сферах бизнеса.

Всю совокупность внешней и внутренней информации используют для разработки плана инвестирования — бизнес-плана проекта.

Этот документ содержит следующие основные разделы:

- краткая характеристика проекта (резюме);
- описание отрасли (сферы бизнеса), в которой реализуется проект;
- характеристика потенциального продукта (услуги);
- размещение объекта (транспортные связи);
- анализ рынка;
- планируемый объем и структура производства;
- обеспеченность выпуска продукта соответствующими ресурсами;
- стратегия маркетинга;
- управление реализацией проекта (менеджмент);
- оценка риска и страхование;
- финансовый план (план движения денежных потоков по годам или шагам расчетного периода);

- стратегия финансирования проекта;
- анализ и оценка экономической эффективности затрат, осуществленных в ходе реализации проекта.

Для потенциального инвестора (кредитора) принципиальное значение имеет финансовый раздел бизнес-плана, который позволяет ответить на следующие вопросы:

- 1) какова общая потребность в реальных инвестициях;
- 2) каковы доходность предполагаемого проекта и период его окупаемости;
- 3) какова эффективность использования авансированного капитала;
- 4) насколько реальна возможность погашения банковского кредита и возврата долга иным кредиторам?

Другое применение бизнес-план находит при эволюционном развитии действующего предприятия при формулировании цели и задач его производственно-хозяйственной деятельности. Понятие «бизнес» выражает учет рыночного окружения данной деятельности. Именно в этом смысле понимают бизнес-план предприятия — как план его работы на год и на более длительную перспективу, а инвестиционные проекты могут являться его составной частью.

Подобный подход позволяет:

- объективно оценить потенциальные возможности предприятия с учетом целей его деятельности, что имеет важное значение для внешних партнеров;
- выявить слабые и сильные стороны предприятия, что особенно важно для повышения эффективности его работы; данный вопрос интересует прежде всего собственников и ведущих менеджеров.

Поэтому составление бизнес-плана должно сопровождаться тщательной проработкой всех основных разделов, что обусловлено самим характером внешнего окружения бизнеса и потребностью в учете и согласовании интересов разных его участников, снижении уровня делового риска и оценки возможностей его расширения в будущем.

6.6. Критерии эффективности инвестиционных решений

В практике финансового менеджмента заказчики (застройщики) оценивают следующие виды эффективности реальных инвестиций:

- эффективность проекта в целом;
- эффективность участия в проекте.

Эффективность проекта в целом устанавливают для определения его потенциальной привлекательности среди возможных участников и поиска источников финансирования. Она включает:

- общественную (социально-экономическую) эффективность;
- коммерческую эффективность.

Показатели общественной эффективности выражают социальные последствия реализации проекта для общества в целом, включая «внутренние» и «внешние» результаты и затраты. Результатом проекта служит генерируемый им доход, по-

ступающий в распоряжение общества (в форме налогов) и его участников. Целью отдельных проектов может быть получение общественных благ.

На общественную эффективность проекта влияют следующие внешние факторы:

- увеличение рыночной стоимости жилых домов в результате сооружения в непосредственной близости от них крупных предприятий с экологически чистым производством, автодорог, торговых центров и т. д.;
- увеличение дохода сельскохозяйственных предприятий вследствие строительства новых автодорог в сельской местности, элеваторов и овощехранилищ и др.;
- понижение оборотных активов отправителей или получателей грузов в результате реализации транспортными организациями проектов, повышающих скорость движения, и др.

При определении показателей общественной эффективности инвестиционного проекта целесообразно:

- в денежных потоках отразить стоимостную оценку последствий реализации проекта в других отраслях народного хозяйства, в социальной и экологической сферах;
- в составе оборотных активов учесть только материальные запасы и резервы денежных средств;
- исключить из притока и оттока денежных средств и финансовой деятельности их составляющие, связанные с получением и погашением кредитов и процентов по ним, предоставленные субсидии, дотации, налоговые и другие трансфертные платежи, при которых финансовые ресурсы передают от одного участника проекта (включая государство) другому;
- произведенную продукцию (услуги) и затрачиваемые ресурсы оценивать в специальных экономических ценах. Расчет данных цен предполагает исключение из состава рыночных цен всех искажений свободного рынка (влияния монополистов, трансфертных платежей и др.) и добавление не учтенных в рыночных ценах внешних эффектов и общественных благ;
- импортозамещающую продукцию и импортируемые материалы, а также оборудование оценить по ценам замещаемой продукции с учетом затрат на страхование и доставку;
- товары, предназначенные к реализации на внутреннем рынке, а также инфраструктурные услуги (расходы на электроэнергию, транспорт и др.) учесть на базе рыночных цен с НДС.

При расчете эффективности проектов денежные потоки от текущей деятельности состоят из объема продажи товаров и связанных с ним затрат, а также дополнительных поступлений из внешней среды (например, от сторонних организаций). В денежных потоках учитывают:

- вложения в основные средства на всех шагах расчетного периода;
- затраты, связанные с прекращением проекта;
- вложения в прирост оборотного капитала;
- доходы от реализации имущества.

Показатели коммерческой эффективности проекта учитывают финансовые последствия его осуществления для участников, реализующих проект (доходы, затраты). Эффективность участия в проекте определяют с целью проверки его реализуемости и заинтересованности в нем участников. Она включает в себя:

- эффективность участия предприятия в проекте;
- эффективность инвестирования в акции предприятия;
- эффективность участия в проекте структур более высокого уровня;
- региональную и народнохозяйственную эффективность;
- отраслевую эффективность — эффективность для отдельных отраслей, финансово-промышленных групп и холдингов;
- бюджетную эффективность проекта.

Эффективность проекта можно оценивать как количественными, так и качественными характеристиками. Эффект проекта показывает превышение результатов его реализации под затратами в определенное время. Показатели эффективности, относящиеся ко всему периоду реализации проекта, называют интегральными (например, чистый дисконтированный доход, внутренняя норма доходности, период окупаемости капитальных вложений).

Интегральные показатели используют в целях:

- оценки выгоды реализации проекта или участия в нем;
- выявления реальных условий эффективности реализации проекта;
- оценки устойчивости проекта (сохранения его выгоды и реализуемости при стихийных колебаниях рыночной конъюнктуры и других внешних условий реализации);
- оценки риска, связанного с реализацией проекта;
- экономической оценки результатов выбора одного из альтернативных проектов (вариантов проекта) или группы независимых проектов из заданного перечня при ограниченном объеме капитального бюджета.

Реализация проекта часто затрагивает интересы предпринимательских структур более высокого уровня по отношению к непосредственным участникам проекта. Эти структуры могут участвовать в осуществлении проекта или косвенно влиять на его реализацию.

Крупномасштабные проекты оценивают с точки зрения интересов федеральных и региональных органов власти, отраслей экономики, ассоциаций предприятий, финансово-промышленных групп и холдингов.

Расчет ведут от суммы денежных потоков от инвестиционной, текущей и финансовой деятельности. По финансовой деятельности учитывают поступление и выплату кредитов только со стороны, внешней по отношению к данной структуре. В денежных потоках не отражают взаиморасчеты между участниками, входящими в рассматриваемую структуру, и расчеты между участниками и самой структурой. В то же время учитывают влияние реализации проекта на деятельность рассматриваемой структуры и входящих в нее сторонних предприятий.

Показатели региональной эффективности выражают финансовую значимость проекта с позиции соответствующего региона с учетом его (проекта) влияния на экономическую, социальную и экологическую обстановку в регионе. Расчет осу-

ществляют в порядке, установленном для определения общественной эффективности проекта. Однако существуют и особенности:

- дополнительный эффект в смежных отраслях народного хозяйства, а также социальный и экологический эффекты учитывают только в рамках региона;
- при определении потребности в оборотном капитале учитывают также задержки платежей по расчетам с внешним окружением;
- стоимостную оценку производимой продукции и потребляемых ресурсов осуществляют аналогично расчетам общественной эффективности с внесением региональных корректировок;
- в денежные поступления включают возникающие в связи с реализацией проекта денежные притоки в регион из внешней среды (кредиты, займы, субсидии, дотации, средства иностранных инвесторов и пр.);
- в денежные потоки включают также возникающие в связи с осуществлением проекта платежи во внешнюю среду за использованные ресурсы других регионов (погашение полученных кредитов и займов, налоги и сборы в федеральный, региональный и местные бюджеты и т. д.);
- при наличии необходимой информации учитывают изменения доходов и расходов, связанных с влиянием реализации проекта на деятельность других предприятий и население региона (косвенные финансовые результаты проекта).

При оценке отраслевой эффективности проекта следует учитывать, что предприятия могут входить в состав более емкой структуры:

- отрасль (подотрасль) народного хозяйства;
- объединение предприятий, образующих технологические цепочки;
- финансово-промышленные группы;
- холдинги, связанные отношениями перекрестного акционирования.

При расчете показателей отраслевой эффективности:

- принимают во внимание влияние реализации проекта на доходы, затраты и финансовые результаты деятельности других предприятий данной отрасли (косвенные финансовые результаты);
- в составе затрат предприятий-участников не учитывают отчисления, выплачиваемые ими в отраслевые фонды;
- не учитывают взаиморасчеты между входящими в отрасль предприятиями — участниками проекта;
- исключают проценты по займам, предоставленные отраслевыми фондами предприятиям — участникам проекта.

Расчеты показателей отраслевой эффективности осуществляют аналогично определению параметров эффективности участия предприятия в проекте.

Используя указанные критерии, инициаторы проектов могут принять обоснованные инвестиционные решения.

6.7. Денежные потоки инвестиционного проекта

Финансово-экономическую оценку проекта осуществляют в течение расчетного периода, включающего временной интервал (лаг) от его начала до прекращения.

Начало расчетного периода рекомендуют определять на дату вложения средств в проектно-изыскательские работы. Прекращение реализации проекта может быть следствием:

- истощения сырьевых ресурсов;
- прекращения производства в связи с изменением требований (норм, стандартов) к производимой продукции, технологии производства или условиям труда на данном предприятии;
- отсутствия потребности рынка в данной продукции в связи с ее моральным устареванием или потерей конкурентоспособности;
- высокого уровня износа активной части основного капитала;
- других причин, установленных в задании на разработку проекта.

При необходимости в конце расчетного периода предусматривают ликвидацию объекта. Расчетный период разбивают на временные отрезки, в течение которых осуществляют агрегирование данных, используемых для оценки финансовых показателей.

При детализации расчетного периода на шаги целесообразно учитывать:

- цель расчета (оценка видов эффективности, реализуемости, мониторинга для управления проектом);
- продолжительность различных фаз жизненного цикла проекта, чтобы моменты окончания строительства объекта, завершения и освоения проектных мощностей, а также моменты начала выпуска основных видов продукции максимально совпадали с окончанием соответствующих шагов (данное условие позволяет проверить финансовую реализуемость проекта на отдельных этапах его осуществления);
- неравномерность денежных поступлений и затрат, включая и влияние сезонности производства;
- периодичность финансирования проекта, чтобы на каждом этапе расчета получение и возврат кредитов, а также процентные платежи приходились на начало или конец этапа расчета;
- оценку неопределенности и риска;
- условия финансирования (соотношение между собственными, заемными и привлеченными средствами);
- изменение цен в течение этапа расчета вследствие инфляции не более 5–10% и другие факторы.

Время в расчетном периоде измеряют в годах (долях года) и отталкиваются от фиксированного момента $t_0 = 0$, принимаемого за базовый период.

Проект, как и любая финансовая операция, связанная с наличием доходов и расходов, порождает денежные потоки (Cash Flow, *CF*).

Денежный поток проекта — это зависимость от времени денежных поступлений и платежей при реализации порождающего их проекта, определяемая для всего расчетного периода. На каждом шаге значение денежного потока характеризуют:

- притоком, равным размеру денежных поступлений на этом шаге;
- оттоком, равным платежам на данном шаге;

- сальдо (чистым денежным притоком, эффектом), равным разности между притоком и оттоком денежных средств.

Денежный поток обычно состоит из локальных потоков от отдельных видов деятельности: инвестиционной, текущей и финансовой.

К оттокам в инвестиционной деятельности относят: капитальные вложения, затраты на пусконаладочные работы, ликвидационные расходы в конце проекта, затраты на увеличение оборотного капитала и средства, вложенные в дополнительные фонды. Последние выражают вложение части положительного сальдо суммарного денежного потока на депозиты или в долговые ценные бумаги (облигации) с целью получения процентного дохода.

К притокам относят продажу активов в течение жизненного цикла проекта и после его окончания (за вычетом уплачиваемых налогов), поступления средств за счет снижения потребности и оборотном капитале и др.

Сведения об инвестиционных затратах должны быть расшифрованы по их видам, а источники такой информации являются: технико-экономическое обоснование проекта, обоснование инвестиций, бизнес-план. Оценка затрат на приобретение отдельных видов основных средств (например, машин и оборудования) можно осуществлять на основе оценки соответствующего имущества. Распределение инвестиционных затрат по периодам строительства должно быть увязано с графиком сооружения объекта.

Денежные потоки по проекту на действующем предприятии находят отражение в бюджете движения денежных средств (в разделе «Инвестиционная деятельность»), составляемом на каждый квартал с ежемесячной разбивкой показателей или на год с поквартальным их распределением.

В денежном потоке текущей (операционной) деятельности к притокам относят выручку от реализации продукции (товаров, работ, услуг) и прочие доходы, включая поступления средств, вложенных в дополнительные фонды. К оттокам относят издержки производства и уплату налогов и сборов в бюджетный фонд государства.

Источниками информации служат предпроектные и проектные материалы, а также исследования рынка, подтвержденные межправительственными соглашениями и договорами (контрактами), заключенными до момента окупаемости проекта.

К финансовой деятельности относят операции со средствами, внешними по отношению к инвестиционному проекту. Они состоят из:

- собственного (акционерного) капитала;
- привлеченных и заемных средств (субсидий, эмиссии собственных облигаций, банковских кредитов и др.).

К оттокам в этом случае относят возврат и обслуживание займов в форме облигаций, кредитов, выплату процентов кредиторам и дивидендов акционерам и др.

При использовании различных источников финансирования проектов наряду с общим сокращением сроков их осуществления согласовывают приемлемое для участников распределение платежей на протяжении периода реализации проекта. В случае привлечения кредитных ресурсов обеспечивают по возможности минимальные процентные платежи и максимальные сроки их погашения.

Денежные потоки от финансовой деятельности учитывают, как правило, на этапе оценки эффективности участия в проекте сторонних инвесторов. Необходимую информацию приводят в проектных материалах в увязке с разработкой схемы финансирования проекта. Данную схему подбирают в прогнозных ценах. Цель такого подбора — обеспечение реализуемости проекта, т. е. такой структуры денежных потоков, при которой на каждом шаге расчета имеется достаточный объем денежных средств для его продолжения.

В схеме финансирования предусматривают возможность привлечения долгосрочных кредитов и займов как источников финансового обеспечения проекта (объем привлекаемых средств, процентная ставка по кредитам и займам, начало и конец выплаты процентов и погашения основной суммы долга). Однако инициатор проекта в любом случае ориентируется на получение максимального экономического эффекта от собственных средств, направляемых на инвестирование.

Если абстрагироваться от неопределенности и риска, то достаточным (но не обязательным) условием финансовой реализуемости проекта является неотрицательное значение на каждом шаге величины накопленного сальдо потока:

$$B_m = B_1 + B_2 + B_3, \quad (6.5)$$

где B_m — суммарное сальдо денежных потоков на шаге m ; B_1 , B_2 и B_3 — сальдо денежных потоков от инвестиционной, текущей и финансовой деятельности на соответствующем шаге расчета.

Наряду с денежными потоками при оценке инвестиционного проекта используют термин «накопленный денежный поток». Он характеризует накопленный приток, накопленный отток и накопленное сальдо (накопленный эффект) на каждом шаге расчетного периода как сумму соответствующих показателей денежного потока за данный и все предшествующие шаги.

При разработке схемы финансирования проекта определяют потребность не только в привлеченных средствах, но и в средствах дополнительных фондов. В данные фонды могут быть включены средства из амортизационных отчислений и чистой прибыли, предназначенные для компенсации отрицательных значений сальдо суммарного денежного потока на отдельных будущих шагах расчета (например, при наличии высоких ликвидационных расходов) или для достижения на них положительного значения финансовых показателей. Включение средств в дополнительные фонды рассматривают как отток денежных ресурсов. Приток от этих средств считают частью внереализационных (прочих) доходов проекта от текущей деятельности.

6.8. Дисконтирование денежных потоков

Дисконтированием денежных потоков называют приведение их разновременных значений, относящихся к разным шагам расчетного периода, к их ценности на определенный момент времени. Последний момент характеризуют моменты приведения и обозначают через показатель t_0 . Момент приведения может не совпадать с базовым моментом. Дисконтирование применяют к денежным потокам, выраженным в текущих или дефлированных ценах и в единой валюте.

Основным экономическим нормативом, используемым для дисконтирования, является годовая ставка дисконта r , выраженная в долях единицы или в процентах.

Дисконтирование денежного потока на шаге m осуществляют путем умножения его значения $ДП_m$ на коэффициент дисконтирования a_m по формуле:

$$a_m = \frac{1}{(1+r)^{t_m - t_0}}, \quad (6.6)$$

где t_0 — момент приведения; t_m — момент окончания шага m ; r — норма дисконта, доли единицы в год; $t_m - t_0$ — период времени, лет.

Норма дисконта (ставка дисконтирования) является экзогенно задаваемым основным экономическим параметром, используемым при оценке реального проекта.

В ряде случаев значение нормы дисконта может выбираться неодинаковым для разных шагов расчета (переменная норма дисконта) методом, что целесообразно в ситуациях:

- переменного во времени риска;
- переменной во времени структуры капитала при оценке коммерческой эффективности проекта.

Различают следующие нормы дисконта: коммерческую, участника проекта, социальную и бюджетную.

Коммерческую норму дисконта используют при оценке коммерческой эффективности проекта. Ее определяют с учетом альтернативной (связанной с другими проектами) эффективности использования капитала.

Норма дисконта участника проекта выражает эффективность участия в данном проекте сторонних предприятий и организаций. Ее выбирают сами участники. При отсутствии четких предпочтений в качестве нее можно использовать коммерческую норму дисконта.

Социальную (общественную) норму дисконта применяют при расчете показателей общественной эффективности. Она характеризует минимальные требования общества к социальной эффективности проекта. Социальную норму дисконта устанавливает Правительство РФ в увязке с прогнозами экономического и социального развития страны. На региональном уровне общественную норму дисконта могут корректировать органы исполнительной власти субъектов Российской Федерации исходя из особенностей инвестиционной политики каждого из них.

Бюджетную норму дисконта выражают показателем бюджетной эффективности проекта. Ее устанавливают федеральные и региональные органы исполнительной власти по проектам, финансируемым из соответствующих бюджетов.

Исходя из того, каким способом учитывают неопределенность условий реализации проекта при установлении эффекта от него, норма дисконта может включать или не включать поправку на риск. Включение поправки на риск обычно производят, когда проект оценивают при единственном сценарии его реализации.

Норма дисконта, не включающая премию за риск (безрисковая норма дисконта), отражает прибыльность альтернативных безрисковых направлений инвестирования (например, вложений в финансовые инструменты).

Норма дисконта, включающая поправку на риск, выражает доходность альтернативных направлений инвестирования, отличающихся тем же риском, что и капиталовложения в оцениваемый объект.

Норму дисконта, не включающую поправку на риск (безрисковую норму дисконта), рекомендуют устанавливать в следующем порядке:

- эту норму дисконта, используемую для оценки коммерческой эффективности проекта в целом, можно определить в соответствии с требованиями минимально допустимой будущей доходности авансированных средств, устанавливаемой исходя из депозитных ставок банков первой категории надежности (после исключения инфляционного фактора); за базу для расчета можно принять ставки LIBOR¹ по годовым еврокредитам на уровне 3–5%;
- безрисковую коммерческую норму дисконта инициатор проекта выбирает самостоятельно, руководствуясь собственным опытом и интуицией, а также рекомендациями квалифицированных экспертов и финансовых аналитиков.

В величине поправки на риск целесообразно учитывать три типа рисков.

1. Страновой.
2. Риск надежности участников проекта.
3. Риск неполучения предусмотренных проектом доходов (денежных поступлений).

Страновой риск характерен для случаев:

- национализации имущества либо при утрате прав собственности при выкупе его по цене ниже рыночной или предусмотренной проектом;
- непредвиденного изменения законодательства, ухудшающего финансовые показатели проекта (например, повышение налогов, ужесточение требований к производимой продукции и пр.);
- иных макроэкономических факторов.

Величину поправки к дисконтной ставке на страновой риск оценивают экспертным путем.

Риск ненадежности участников проекта обуславливают следующие факторы:

- нецелевое расходование средств, предназначенных для финансирования проекта;
- финансовая неустойчивость предприятия, реализующего проект;
- низкая платежеспособность других участников проекта.

Размер премии за риск ненадежности участников проекта определяют сами его участники экспертным путем. Обычно поправка на этот вид риска не превышает 5%. Однако ее величина существенно зависит от организационно-экономических условий реализации проекта.

Риск неполучения предусмотренных проектом доходов обусловлен техническими, технологическими и организационными решениями проекта, а также возможными колебаниями объемов производства и цен на продукцию, ресурсы и транспортные перевозки.

Размер поправок на этот вид риска рекомендуют определять по данным приведенной ниже табл. 6.1.

¹ Ставка LIBOR (London Interbank Offeret Rate) — годовая процентная ставка, принятая на Лондонском рынке межбанковских кредитов банками первой категории надежности для оплаты их взаимных кредитов в различных видах валют и в различные сроки.

Таблица 6.1

Примерная величина поправок на риск неполучения предусмотренных проектом доходов

Уровень риска	Наименование цели проекта	Величина поправки на риск, %
Низкий	Вложения в развитие производства на базе освоенной техники	3–5
Средний	Увеличение объема продаж существующей продукции	8–10
Высокий	Производство и продвижение на рынок нового продукта	13–15
Очень высокий	Вложения в исследования и новые разработки	18–20

Примечание. Источник данных: Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов. — М.: Экономика, 2000. С. 94.

Риск неполучения предусмотренных проектом доходов существенно снижается:

- при получении дополнительной информации о реализуемости и эффективности новой технологии, о запасах полезных ископаемых и др.;
- при наличии детальных маркетинговых исследований, которые подтверждают реалистичность принятых в проекте объемов продаж, цен и их сезонную динамику;
- при наличии в проектной документации проекта (схемы) организации производства на стадии его освоения.

Очевидно, что полученные в результате дисконтирования размеры приведенных величин доходов от инвестиций являются условными параметрами, не отражаемыми в бухгалтерской и статистической отчетности. Приведенные к настоящему моменту времени оценки поступлений и платежей по проекту, используемые для принятия инвестиционных решений, существенно зависят от выбранного уровня ставки дисконтирования.

Кроме того, важное значение имеет и момент приведения потока поступлений и платежей по проекту — к начальному (нулевому) моменту или к первому шагу (году) расчетного периода.

6.9. Интегральные показатели, используемые для оценки эффективности инвестиционных проектов

Основные параметры, используемые для анализа и оценки результативности проектов, можно представить в следующем виде:

- чистый доход;
- чистый дисконтированный доход;
- внутренняя норма доходности;
- потребность в дополнительном финансировании;
- индекс доходности затрат и инвестиций;
- период окупаемости инвестиций;

- система показателей, отражающих финансовое состояние предприятия – инициатора или участника проекта (финансовая устойчивость, доходность и деловая активность) и др.

Условия финансовой реализуемости и показатели эффективности определяются на базе денежного потока, конкретные составляющие которого зависят от вида оцениваемого объекта на разных стадиях, расчетов. Исходя из их целей и специфики финансовой реализуемости проекты оценивают в текущих или прогнозных ценах.

Текущими называют цены, заложенные в проект без учета инфляции.

Прогнозными считают цены, ожидаемые (с учетом инфляции) на будущих шагах расчета.

Дефлированными называют прогнозные цены, приведенные к уровню цен фиксированного момента времени путем деления на общий базисный индекс инфляции.

Чистым доходом (Net Value, NV) считают накопленный эффект (сальдо денежного потока) за расчетный период:

$$ЧД = \sum_m ДП_m, \quad (6.7)$$

где суммирование распространяют на все шаги расчетного периода.

Наибольшее распространение в российской практике получил показатель чистого дисконтированного дохода $ЧДД$ (Net Present Value, NPV), т. е. накопленного дисконтированного эффекта за определенный период времени (часто его называют приведенным эффектом или чистой текущей стоимостью проекта).

Чистый дисконтированный эффект определяют по формуле:

$$ЧДД = \sum_m ДП_m \times a_m(r), \quad (6.8)$$

где a_m – коэффициент дисконтирования, рассчитанный по ставке r , доля единицы.

Чистый доход и чистый дисконтированный доход показывают превышение суммарных денежных поступлений над суммарными затратами для данного проекта (без учета и с учетом неравномерности эффектов, относящихся к различным моментам времени):

$$\text{дисконт проекта} = \text{чистый доход} - \text{чистый дисконтированный доход}. \quad (6.9)$$

Для признания проекта эффективным с точки зрения инвестора необходимо, чтобы чистый дисконтированный доход был положительным. При сравнении альтернативных проектов предпочтение отдают тому из них, который имеет более высокое значение этого дохода (при выполнении условия его положительности).

Внутренняя норма доходности (ВНД) – (Internal Rate of Return, IRR) характеризует рентабельность проекта (часто ВНД называют внутренней нормой прибыли или рентабельности). В проектах, начинающихся с инвестиционных затрат и имеющих положительный чистый доход, внутренней нормой доходности называют положительное число r_x , если:

- при норме дисконта $r = r_x$ чистый дисконтированный доход проекта обращается в нуль;
- это число единственное.

В каждом конкретном случае внутренней нормой доходности называют такое положительное число r_x , которое при норме дисконта $r = r_x$ обращает чистый дисконтированный доход проекта в нуль. При все больших значениях r он отрицателен, при все меньших значениях r он положителен. Если не выполнено хотя бы одно из этих условий, предполагается, что внутренняя норма доходности не существует.

Внутреннюю норму доходности определяют как неотрицательную величину из уравнения:

$$\sum_m ДП_m \times a_m(r) = 0, \quad (6.10)$$

где $ДП_m$ — сальдо денежного потока (накопленный эффект) за расчетный период; a_m — коэффициент дисконтирования (при норме доходности r), доли единицы; r — норма дисконта (ставка доходности), доли единицы.

Если все притоки и оттоки средств происходят в начале (конце) каждого шага, а приведение осуществляют к началу (концу) нулевого шага, то уравнение имеет вид:

$$\sum_m \frac{ДП_m}{(1+r)^{tm}} = 0, \quad (6.11)$$

где $ДП_m$ — сальдо денежного потока (накопленный эффект) за расчетный период; r — норма дисконта (ставка доходности); доли единицы; t_m — продолжительность расчетного периода, число лет.

Для определения внутренней нормы доходности нет необходимости знать заранее норму дисконта, поскольку ее находят через подбор показателей.

Если представленные выше уравнения не имеют неотрицательных решений или имеют более одного такого решения, то внутренней нормы доходности такого проекта не существует.

Для оценки эффективности проекта значение внутренней нормы доходности целесообразно сравнивать с нормой дисконта r . Проекты, у которых внутренняя норма доходности меньше r , имеют отрицательный чистый дисконтированный доход и поэтому неприемлемы для инвестора.

Внутренняя норма доходности может быть использована также для:

- экономической оценки проектных решений, если известны приемлемые значения этого показателя у проектов данного типа;
- оценки устойчивости проектов при разности внутренней нормы доходности и нормы дисконта;
- определения участниками проекта нормы дисконта по данным о внутренней норме доходности альтернативных вариантов вложения капитала.

Для оценки эффективности инвестиционного проекта за первые k шагов расчетного периода рекомендуют использовать следующие формулы.

1. Чистый текущий денежный поток (накопленное сальдо):

$$ЧД_k = \sum_{m=0}^k ДП_m, \quad (6.12)$$

где $ЧД_k$ — чистый денежный поток за k шагов; m — шаг (период); k — расчетный период, лет; $ДП_m$ — сальдо денежного потока (накопленный эффект) за расчетный период m .

2. Чистый дисконтированный доход (накопленное дисконтированное сальдо):

$$\text{ЧДД}_k = \sum_{m=0}^k \text{ДП}_m \times a_m(r), \quad (6.13)$$

где ЧДД_k — чистый дисконтированный доход за k шагов; ДП_m — сальдо денежного потока (накопленный эффект) за расчетный период m ; a_m — коэффициент дисконтирования (при норме доходности r); r — норма дисконта (ставка доходности), доли единицы; m — шаг (период).

3. Текущую внутреннюю норму доходности (ВНД) определяют как такое численное значение ВНД_k , что при норме дисконта $r = \text{ВНД}_k$ величина чистого денежного дохода ЧДД_k обращается в нуль. При все больших значениях r величина чистого денежного дохода ЧДД_k отрицательна. При все меньших значениях r величина чистого денежного дохода ЧДД_k положительна. Для отдельных проектов и значений k текущая внутренняя норма доходности может отсутствовать.

Сроком окупаемости (простым периодом окупаемости) называют продолжительность периода от начального момента до момента окупаемости. Начальный момент устанавливают в задании на проектирование (обычно начало нулевого шага или начало текущей деятельности).

Моментом окупаемости называют тот наиболее ранний момент времени в расчетном периоде, после которого чистый дисконтированный доход становится положительным числом, т. е. $\text{ЧДД} > 0$.

Следует подчеркнуть, что сроки окупаемости можно устанавливать от различного момента времени:

- от начала реализации проекта;
- от даты ввода в действие первого пускового комплекса;
- от завершения периода освоения проектной мощности.

При оценке эффективности проекта принимают во внимание следующее условие: если срок окупаемости среди проектов удовлетворяет заданному ограничению (например, два года), то дальнейший отбор по данному параметру не производят.

Потребность в дополнительном финансировании — это максимальное значение абсолютной величины отрицательного накопленного сальдо от инвестиционной и текущей деятельности. Величину такой потребности не нормируют. Чем ниже абсолютное значение данной потребности, тем меньший объем денежных средств привлекают для финансирования. Следовательно, величина потребности в дополнительном финансировании (ПФ) показывает минимальный объем внешнего финансирования проекта, необходимый для обеспечения его финансовой реализуемости. Поэтому эту потребность называют еще капиталом риска. Следует иметь в виду, что реальный объем потребного финансирования не всегда совпадает с ПФ и, как правило, превышает его за счет необходимости обслуживания долга перед кредиторами (уплата процентов по заемным средствам).

Потребность в дополнительном финансировании с учетом дисконта (ДПФ) — это максимальное значение абсолютной величины отрицательного накопленного дисконтированного сальдо от инвестиционной и текущей деятельности. Величина такой потребности выражает минимальный дисконтированный объем внешнего финансирования проекта, необходимый для обеспечения его финансовой реализуемости.

Индексы доходности показывают относительную «отдачу проекта» на вложенные в него средства. Их рассчитывают как для дисконтированных, так и для недисконтированных денежных потоков. Для оценки эффективности проектов используют следующие индексы доходности:

- 1) индекс доходности затрат — это отношение денежных притоков (накопленных поступлений) к сумме денежных оттоков (накопленных платежей);
- 2) индекс доходности дисконтированных затрат — это отношение суммы дисконтированных денежных притоков (накопленных поступлений) к сумме дисконтированных денежных оттоков (накопленных платежей);
- 3) индекс доходности инвестиций (*ИД*) — отношение суммы элементов денежного потока от текущей (операционной) деятельности к абсолютной величине суммы элементов денежного потока от инвестиционной деятельности; численно он равен увеличенному на единицу отношению чистого дохода к накопленному объему инвестиций;
- 4) индекс доходности дисконтированных инвестиций (*ИДД*) — отношение суммы дисконтированных элементов денежного потока от текущей деятельности к абсолютной величине дисконтированной суммы элементов денежного потока от инвестиционной деятельности; численно *ИДД* равен увеличенному на единицу отношению чистого дисконтированного дохода к накопленному дисконтированному объему инвестиций.

При расчете *ИД* и *ИДД* необходимо учитывать либо все капитальные вложения за расчетный период (включая вложения в замещение выбывающих основных средств), либо только первоначальные капиталовложения, осуществляемые до ввода в эксплуатацию предприятия (объекта). Индексы доходности затрат и инвестиций больше единицы, если для этого потока чистый доход положителен. Индексы доходности дисконтированных затрат и инвестиций превышают единицу, если для этого потока чистый дисконтированный доход положителен. Индексы доходности затрат и дисконтированных затрат для всех видов эффективности должны быть больше единицы. Близость индекса доходности дисконтированных затрат к единице может свидетельствовать о недостаточной устойчивости проекта к возможным колебаниям доходов и затрат. Индексы доходности инвестиций (*ИД* и *ИДД*) также должны быть выше единицы. Эти индексы можно использовать при выборе проектов для финансирования.

Пример. Рассмотрим проект, денежные потоки которого имеют вид, представленный в табл. 6.2.

Продолжительность шага расчета один год. Притоки денежных средств показаны в таблице со знаком «плюс», оттоки — «минус». Все притоки и оттоки на каждом шаге считают относящимися к концу этого шага и точкой приведения полагают конец нулевого шага. Для упрощения расчета данные приведены в текущих ценах (без учета инфляции). В этом примере налоговые льготы отсутствуют. Норма дисконта r равна 10%. Из приведенной таблицы можно сделать следующие выводы.

1. Чистый доход (*ЧД*) отражен в последнем столбце ($m = 8$) строки 6 и составляет 21,9 млн руб. Из этой строки видно, что потребность в дополнительном финансировании (*ПФ*) составляет 44,5 млн руб. (на шаге $m = 1$).

Таблица 6.2

Денежные потоки по инвестиционному проекту, млн руб.

Показатели	Номер строки	Номер шага расчета								
		0	1	2	3	4	5	6	7	8
Денежный поток от текущей деятельности ($ДП'_m$)	1	0	6,5	14,8	14,9	10,3	24,2	24,4	19,8	0
Инвестиционная деятельность										
Притоки	2	0	0	0	0	0	0	0	0	+3,0
Оттоки	3	-30,0	-21,0	0	0	-18,0	0	0	0	-27,0
Сальдо денежного потока ($ДП''_m$)	4	-30,0	-21,0	0	0	-18,0	0	0	0	-24,0
Сальдо суммарного денежного потока ($ДП = ДП'_m + ДП''_m$)	5	-30,0	-14,5	14,8	14,9	-7,7	24,2	24,4	19,8	-24,0
Сальдо накопленного потока	6	-30,0	-44,5	-29,7	-14,8	-22,5	1,7	26,1	45,9	21,9
Коэффициент дисконтирования при ставке 10% (a_m)	7	1,0	0,91	0,83	0,75	0,68	0,62	0,56	0,51	0,47
Дисконтированное сальдо суммарного денежного потока (стр. 5 × стр. 7)	8	-30,0	-13,2	12,3	11,2	-5,2	15,0	13,7	10,0	-11,3
Дисконтированные инвестиции (стр. 4 × стр. 7)	9	-30,0	-19,1	0	0	-12,3	0	0	0	-11,2

2. Момент окупаемости проекта также устанавливают на основе данных по стр. 6. Из нее следует, что он находится внутри шага $m = 5$, так как в конце шага $m = 4$ сальдо накопленного потока денежных средств $S_4 < 0$ (-22,5 млн руб.), а аналогичное сальдо в конце шага с $m = 5 > 0$ (1,7 млн руб.). Для уточнения термина «момент времени окупаемости» обычно устанавливают, что в пределах одного шага (в данном примере шага с $m = 5$) сальдо накопленного потока денежных средств изменяется линейно. Тогда расстояние X от начала шага до момента окупаемости (выраженное в продолжительности шага расчета) вычисляют по формуле:

$$X = \frac{(S_4)}{(S_4) + S_5}. \quad (6.14)$$

$X = -22,5 / (-22,5) + 1,7 = 0,93$ шага расчета (в данном случае года).
В данной формуле (S) — абсолютная величина значения S .

3. Срок окупаемости, взятый от начала нулевого шага, составляет 5,93 года. Если отсчитывать его от начала текущей деятельности (конца нулевого шага), то он окажется равным 4,93 года.

4. Установим ЧДД проекта при норме дисконта $r = 10\%$, приводя поток к шагу 0 ($t_0 = 0$). Дисконтирующий множитель и дисконтированное сальдо суммарного денежного потока приведены в стр. 7 и 8 табл. 6.2, а сумма значений по стр. 8 равна чистому дисконтированному доходу (ЧДД = = 2,5 млн руб.). Следовательно, проект, приведенный в рассмотренном примере, эффективен.
5. Внутреннюю норму доходности (ВНД) определяют из стр. 5 подбором значения нормы дисконта. В результате получим $ВНД = 12,0\%$. Этот показатель еще раз подтверждает эффективность проекта, так как $ВНД > r$, т. е. $12\% > 10\%$.

В заключение отметим, что при расчете эффективности конкретного проекта с теми же денежными потоками, что и в приведенном примере, результат может оказаться иным из-за различий в распределении текущих и инвестиционных денежных потоков внутри шагов расчетного периода. Поэтому денежные потоки следует распределять по шагам (годам) таким образом, чтобы проект оказался для инвестора эффективным.

6.10. Сравнительный анализ эффективности инвестиционных проектов

В индустриально развитых странах с развитой рыночной экономикой накоплен большой опыт по разработке и применению количественных методов анализа и оценки привлекательности инвестиционных проектов. В основу их положено сравнение выгод (дохода, прибыли) с капитальными вложениями. С помощью критериальных показателей (доходности, безопасности, периода окупаемости, финансовой реализуемости и др.) возможно выбрать проекты для детального рассмотрения инвестором, экспертом, аналитиком и другими специалистами.

Экспертизу проектов проводят для того, чтобы сравнить ситуацию «без проекта» с ситуацией «с проектом», т. е. рассмотреть те изменения в затратах и результатах, которые вызваны именно данным проектом. В том случае, если его привлекательность для участников будет определяться получением выгоды в результате осуществления проекта (за вычетом понесенных застройщиком затрат). Подобный подход не аналогичен сравнению ситуации до и после проекта, так как не учитывает изменений в инвестициях и производстве, которые произошли бы без реализации данного проекта, и приводит к неправильному определению выгод и затрат, относящихся к этому проекту.

В условиях рыночной экономики критерием привлекательности проекта является уровень доходности, полученной на вложенный капитал. Под доходностью (рентабельностью) проекта понимают не просто прирост капитала, а такой темп его прироста, который полностью компенсирует изменение покупательной способности денег в течение рассматриваемого периода, обеспечивает требуемый уровень доходности и покрывает риск инвестора, связанный с его реализацией.

Таким образом, проблема оценки привлекательности инвестиционного проекта для инвестора заключается в определении его прибыльности.

В проектном анализе используют два основных подхода к решению проблемы оценки привлекательности проектов: статистические (простые) и динамические (дисконтированные) модели.

Статистические методы оценки не учитывают фактор времени и предполагают использование данных бухгалтерской отчетности, на основе которых определяют простую норму прибыли и срок окупаемости проекта.

В практике деятельности зарубежных корпораций часто используют коэффициент эффективности инвестиций (учетную норму прибыли — ARR). Его рассчитывают делением среднегодовой чистой прибыли на среднюю величину инвестиций за расчетный период. Среднюю величину инвестиций определяют путем деления исходной суммы капиталовложений на два, если предполагают, что по истечении срока реализации проекта все капитальные затраты будут списаны. Если допускают наличие остаточной (ликвидационной) стоимости основного капитала, то ее оценку учитывают в расчетах. Наиболее распространенный алгоритм расчета коэффициента эффективности инвестиций следующий:

$$ARR = \frac{PN}{0,5 \times (IC + RV)} \times 100, \quad (6.15)$$

где ARR — коэффициент эффективности инвестиций, %; PN — среднегодовая чистая прибыль; RV — остаточная стоимость основного капитала; IC — средняя величина инвестиций.

Данный показатель чаще всего сравнивают с коэффициентом рентабельности всего авансированного капитала:

$$ROA = \frac{PN}{A} \times 100, \quad (6.16)$$

где ROA — коэффициент рентабельности авансированного капитала, %; PN — среднегодовая чистая прибыль; A — средняя стоимость активов за расчетный период.

Основное правило: $ARR > ROA$.

Параметром, обратным коэффициенту эффективности, служит простой срок окупаемости инвестиций:

$$PP = \frac{0,5 \times (IC + RV)}{PN}, \quad (6.17)$$

где PP — срок окупаемости инвестиций, лет.

Остальные обозначения приведены в пояснениях к формуле 6.16.

К реализации принимают проекты с минимальным сроком окупаемости инвестиций.

В мировой практике наибольшее распространение получили следующие динамические модели:

- чистый приведенный эффект (аналоги — чистый дисконтированный доход, чистая текущая стоимость, чистая приведенная стоимость — NPV);
- дисконтированный индекс доходности (DPI);
- дисконтированный период окупаемости (DPP);
- внутренняя норма доходности (аналог — внутренняя норма прибыли, IRR);
- модифицированная внутренняя норма доходности ($MIRR$).

Метод чистого приведенного эффекта ориентирован на достижение главной цели инвестирования — получение приемлемого для инвестора чистого дохода

в форме прибыли. Данный метод позволяет получить наиболее обобщенную характеристику финансового результата реализации проекта, т. е. конечный эффект в абсолютном выражении.

Проект может быть одобрен инвестором (его инициатором), если $NPV > 0$, т. е. он генерирует большую, чем средневзвешенную, стоимость капитала, норму доходности. Таким образом, должно выполняться условие:

$$NPV > WACC, \quad (6.18)$$

где NPV (Net Present Value) — чистый приведенный эффект; $WACC$ (Weighted Average Cost of Capital) — средневзвешенная стоимость (цена) капитала.

Инвесторы будут удовлетворены, если подтвердится рост курса акций акционерной компании, успешно реализовавшей проект. Чистый приведенный эффект выражают разницей между приведенной к настоящей стоимости (путем дисконтирования) суммой денежных поступлений за период эксплуатации проекта и суммой инвестированных в его реализацию денежных средств:

$$NPV = PV - IC, \quad (6.19)$$

где NPV — чистый приведенный эффект PV (Present Value) — настоящая стоимость денежных поступлений (доходов) от проекта после дисконтирования за период; IC (Invest Cost) — сумма инвестиций (капиталовложений, направленных на реализацию проекта за период).

Применяемую дисконтную ставку (r) дифференцируют с учетом степени риска и ликвидности долгосрочных инвестиций.

Пример. В коммерческий банк поступили на рассмотрение бизнес-планы двух альтернативных проектов со следующими параметрами (табл. 6.3).

Таблица 6.3
Денежные потоки инвестиционных проектов, млн руб.

Показатели	Расчетный период, лет				
	0	1	2	3	4
Инвестиционный проект (ИП) № 1					
I. Инвестиционная деятельность					
Отток денежных средств (капитальные вложения)	-41,3	0	0	0	0
II. Текущая деятельность					
Денежные поступления в форме чистой прибыли и амортизационных поступлений (чистый денежный поток)	0	32,4	19,2	8,4	0
Инвестиционный проект № 2					
I. Инвестиционная деятельность					
Отток денежных средств	-33,6	0	0	0	0
II. Текущая деятельность					
Денежные поступления в форме чистой прибыли и амортизационных отчислений	0	12,0	15,6	15,6	9,6

Справочно. Дисконтные ставки — по ИП № 1 = 10%; по ИП № 2 = 12%. Среднегодовой темп инфляции = 9%.

Условия реализации проектов: капитальные затраты производят одновременно в течение года (например, приобретение и установка технологической

линии на действующем предприятии); сроки эксплуатации проектов различные, поэтому дисконтные ставки неодинаковы. Расчет настоящей стоимости денежных поступлений по проектам представлен в табл. 6.4

Таблица 6.4
Расчет настоящей стоимости денежных поступлений (PV) по проектам, млн руб.

Год	Проект № 1			Проект № 2		
	будущая стоимость денежных поступлений (FV)	дисконтирующий множитель при ставке 10%	настоящая стоимость денежных поступлений (PV) (гр. 2 × гр. 3)	будущая стоимость денежных поступлений (FV)	дисконтирующий множитель при ставке 12%	настоящая стоимость денежных поступлений (PV) (гр. 5 × гр. 6)
1	32,4	0,909	29,5	12,0	0,893	10,7
2	19,2	0,826	15,9	15,6	0,797	12,4
3	8,4	0,752	6,3	15,6	0,712	11,1
4	0	0	0	9,6	0,636	6,1
Всего	60,0	0	51,7	52,8	0	40,3

Примечание. Дисконтирующий множитель (DM) установлен по формуле:

$$DM = \frac{1}{(1+r)^t}; \quad DM_1 = \frac{1}{1+0,1} = 0,909;$$

$$DM_2 = \frac{1}{(1+0,1)^2} = 0,826; \quad DM_3 = \frac{1}{(1+0,1)^3} = 0,752. \quad (6.20)$$

аналогичный расчет осуществляют по проекту № 2.

Исходя из данных табл. 6.3 и 6.4 определим NPV по проектам:

$$NPV_1 = 10,4 \text{ млн руб. } (51,7 - 41,3);$$

$$NPV_2 = 6,7 \text{ млн руб. } (40,3 - 33,6).$$

Итак, сравнение NPV по этим проектам подтверждает, что первый из них является более привлекательным, чем второй. NPV по нему на 3,7 млн руб. (10,4 – 6,7), или на 55,2%, выше, чем по второму проекту. Однако для реализации первого проекта требуется капитальных вложений на 7,7 млн руб. (41,3 – 33,6), или на 22,9%, больше, чем по второму проекту.

В случае реализации проекта № 1 его инициатору необходимо изыскать дополнительное финансирование (внутреннее или внешнее) в объеме 7,7 млн руб. Поэтому он должен выбрать для себя наиболее приемлемый вариант с учетом имеющихся финансовых возможностей.

Если капитальные вложения в проекты осуществляют в несколько этапов (интервалов), то расчет чистого приведенного эффекта производят по формуле:

$$NPV^1 = \sum_{t=1}^n \frac{FV_t}{(1+r)^t} - \sum_{t=1}^n \frac{IC_t}{(1+r)^t}, \quad (6.21)$$

где NPV^1 — чистый приведенный эффект проекта при многократном (пошаговом) осуществлении инвестиционных затрат; FV_t — будущая стоимость денежных поступлений от проекта по шагу t общего периода его реализации; IC_t — сумма ин-

вестиций по шагу t общего периода реализации проекта; r — ставка дисконтирования, доли единицы; n — число шагов (этапов) в общем расчетном периоде.

Проекты, по которым чистый приведенный эффект является отрицательной величиной или равен нулю, неприемлем для инвестора, так как не принесут ему дополнительного дохода на вложенный капитал.

Проекты с положительным значением данной величины ($NPV > 0$) позволяют увеличить первоначально авансированный капитал инвестора. Важным достоинством показателя чистого приведенного эффекта проекта является то, что данный параметр для различных проектов можно суммировать. Это свойство позитивно и выделяет рассматриваемый показатель из всех остальных, что позволяет использовать его в качестве приоритетного при анализе оптимальности инвестиционного портфеля предприятия.

Дисконтированный индекс доходности (DPI) определяют по формуле:

$$DPI = \frac{PV}{IC}, \quad (6.22)$$

где PV — настоящая стоимость денежных поступлений; IC — сумма инвестиций (капиталовложений) в проект.

Используя данные по двум проектам, вычислим дисконтированный индекс доходности по ним:

$$DPI_1 = 1,25 (51,7/41,3);$$

$$DPI_2 = 1,20 (40,3/33,6).$$

Следовательно, по данному параметру эффективность проекта № 1 выше.

Если инвестиции, связанные с предстоящей реализацией проекта, осуществляют в несколько этапов (шагов), то расчет дисконтированного индекса доходности производят по следующей формуле:

$$DPI^1 = \frac{PV_t}{\sum_{i=1}^n \frac{IC_t}{(1+r)^t}}, \quad (6.23)$$

где DPI^1 — дисконтированный индекс доходности; PV_t — настоящая стоимость денежных поступлений на шаге расчета t ; IC_t — сумма инвестиций (капиталовложений) в проект на шаге расчета t ; r — ставка дисконтирования, доли единицы; n — число шагов (этапов) в общем расчетном периоде.

Если значение $DPI \leq 1,0$, то проект отвергают, так как он не принесет инвестору дополнительного дохода. К реализации принимают проекты с $DPI > 1,0$.

Дисконтированный период окупаемости вложенных средств — это один из самых распространенных показателей оценки эффективности проектов. Его устанавливают по формуле:

$$DPP = \frac{IC}{PV_t}, \quad (6.24)$$

где DPP — дисконтированный период окупаемости, лет; IC — сумма инвестиций, направленных на реализацию проекта; PV_t — средняя величина денежных поступлений в периоде t .

Определим дисконтированный период окупаемости капитальных вложений по двум проектам. В этих целях установим среднегодовую величину денежных поступлений в настоящей стоимости:

$$\bar{P}V_1 = 17,2 \text{ млн руб. } (51,7/3);$$

$$\bar{P}V_2 = 10,1 \text{ млн руб. } (40,3/4).$$

С учетом среднегодовой величины денежных поступлений дисконтированный период окупаемости равен:

$$DPP_1 = 2,4 \text{ года } (41,3/17,2);$$

$$DPP_2 = 3,3 \text{ года } (33,6/10,1).$$

Эти данные подтверждают приоритетное значение проекта № 1 для инвестора.

Характеризуя показатель DPP , необходимо отметить, что он может быть использован не только для оценки эффективности капиталовложений, но и для уровня инвестиционного риска, связанного с ликвидностью инвестиций. Это вызвано тем, что чем длительнее период реализации проекта до полной его окупаемости, тем выше уровень инвестиционного риска и тем менее ликвидным является проект. Недостаток данного показателя состоит в том, что он не учитывает те денежные потоки, которые образуются после периода полной окупаемости капиталовложений. Так, по проектам с длительным сроком эксплуатации после наступления момента окупаемости может быть получена большая сумма чистого приведенного эффекта, чем по проектам с коротким сроком окупаемости.

Внутренняя норма доходности или маржинальной эффективности капитала (*Internal Rate of Return, IRR*) является наиболее сложным показателем для оценки эффективности реальных проектов. Данный показатель характеризует уровень прибыльности проекта, выражаемый дисконтной ставкой, по которой будущая стоимость денежных поступлений от капитальных вложений приводится к настоящей стоимости авансированных средств.

При единовременном вложении капитала внутреннюю норму доходности можно вычислить по формуле:

$$IRR = \frac{NPV}{IC} \times 100, \quad (6.25)$$

где IRR — внутренняя норма доходности проекта, %; NPV — чистый приведенный эффект; IC — инвестиции (капиталовложения) в данный проект.

Экономическое содержание IRR состоит в том, что все доходы и затраты по проекту приводят к настоящей стоимости не на основе задаваемой извне дисконтной ставки, а на базе внутренней нормы доходности самого проекта.

Исходя из данных табл. 6.3 и 6.4 внутренняя норма доходности по рассматриваемым проектам составляет:

$$IRR_1 = 25,2\% [(10,4/41,3) \times 100];$$

$$IRR_2 = 19,9\% [(6,7/33,6) \times 100].$$

Эти данные подтверждают приоритетное значение проекта № 1 для инвестора.

На практике для расчета IRR часто используют способ последовательных операций с применением фиксированных значений ставок дисконтирования, взятых из специальных финансовых таблиц, публикуемых в изданиях по финансовому менеджменту. С их помощью выбирают два значения дисконтных ставок ($r_2 > r_1$) таким образом, чтобы функция $NPV = f(r)$ меняла свое значение с плюса на минус или с минуса на плюс. После этого используют стандартную формулу:

$$IRR = r_1 + \frac{NPV_1}{NPV_1 - NPV_2} \times (r_2 - r_1), \quad (6.26)$$

где r_1 — значение выбранной ставки дисконтирования при которой $NPV_1 > 0$ ($NPV_1 < 0$); r_2 — значение выбранной ставки дисконтирования, при которой $NPV_2 < 0$ ($NPV_2 > 0$).

Точность вычислений зависит от длины интервала между дисконтными ставками r_1 и r_2 . Наиболее благоприятного значения IRR достигают, если длина интервала минимальна (равна 1%). В данном случае используют способ подбора значений показателя r . Например, 10–11%, 11–12%, 12–13% и т. д.

В инвестиционный портфель отбирают проекты с IRR большей, чем средне-взвешенная стоимость капитала ($WACC$), принимаемая за минимально допустимый уровень доходности ($IRR > WACC$). При условии, что $IRR \leq WACC$, проект отвергают.

Данный показатель наиболее применим в рамках более широкого диапазона случаев. Например, его можно сравнивать:

- с уровнем рентабельности активов (имущества) в процессе эксплуатационной деятельности предприятия;
- со средней нормой доходности инвестиций по предприятию в целом;
- со средней нормой доходности по альтернативным видам инвестирования (по депозитным вкладам в банках, по государственным облигационным займам и т. д.).

Поэтому любое предприятие (инвестор) с учетом уровня инвестиционного риска вправе установить для себя приемлемую величину внутренней нормы доходности. Проекты с более низким значением этого показателя инвестор отвергает как не соответствующие требованиям эффективности реальных инвестиций.

Модифицированный метод внутренней нормы доходности (Modified Internal Rate of Return, $MIRR$) представляет собой усовершенствованную модель IRR . Он дает более правильную оценку ставки дисконтирования и снимает проблему множественности нормы доходности на различных этапах (шагах) оценки проекта. Содержание метода заключается в следующем:

- вычисляют суммарную дисконтированную стоимость всех оттоков и суммарную наращенную стоимость всех притоков;
- дисконтирование и наращение осуществляют по цене источника финансирования проекта (Cost of Capital, CC);
- устанавливают коэффициент дисконтирования, который уравнивает суммарную приведенную стоимость оттоков и терминальную стоимость притоков.

Этот коэффициент принимают за *MIRR*. Расчетная формула такова:

$$PV_{инвестиций} = PV(\text{Terminal Value, } TV);$$

$$\sum_{t=0}^n \frac{COF_t}{(1+K)^t} = \frac{\sum_{t=0}^n CIF_t \times (1+K)^{n-t}}{(1+MIRR)^n}; \quad PV_{инвестиций} = \frac{TV}{(1+MIRR)^n}, \quad (6.27)$$

где COF_t — означает отток денежных средств или инвестиций в период t ; CIF — приток денежных средств в периоде t ; K — цена источника финансирования данного проекта; n — продолжительность расчетного периода, лет; $MIRR$ — ставка дисконта, уравнивающая PV инвестиций и терминальную стоимость притока денежных средств (TV).

MIRR характеризует эффективность проекта с неординарным денежным потоком. Логика использования достаточно проста: проект рекомендуют к реализации, если $MIRR > CC$ (*WACC*), где CC — цена источника его финансирования.

Отметим, что формула (6.27) имеет смысл, если терминальная стоимость притоков превышает дисконтированную сумму оттоков денежных средств по проекту.¹

На базе рассчитанных показателей рекомендуют составлять итоговую таблицу, характеризующую эффективность инвестиционных проектов (табл. 6.5).

Таблица 6.5
Сводные показатели, выражающие эффективность проектов

Проекты	Чистый приведенный эффект (<i>NPV</i>), млн руб.	Дисконтированный индекс доходности (<i>DPI</i>)	Дисконтированный период окупаемости (<i>DPP</i>), лет	Внутренняя норма доходности (<i>IRR</i>), %
№ 1	10,4	1,25	2,4	25,2
№ 2	6,7	1,20	3,3	19,9

Каждый из методов оценки дает возможность специалистам предприятия (финансовым менеджерам, аналитикам и др.) изучить характерные особенности каждого проекта и принять правильное решение. Поэтому опытные аналитики используют все методы в инвестиционном анализе, а компьютерные технологии облегчают решение этой задачи.

Таким образом, основные критерии принятия инвестиционных решений следующие:

- отсутствие более выгодных альтернатив;
- минимизация риска потерь от инфляции;
- краткость срока окупаемости капитальных вложений;
- дешевизна проекта;
- обеспечение стабильности поступления доходов от проекта в течение продолжительного времени;
- высокая рентабельность инвестиций после дисконтирования;

¹ Бригхэм Ю, Гапенски Л. Финансовый менеджмент: Полный курс / Пер. с англ. под ред. В. В. Ковалева. — СПб.: Экономическая школа, 1997. Т. 1. С. 227.

- достаточность инвестиционных ресурсов для осуществления проекта;
- сохранение платежеспособности и ликвидности баланса предприятия в течение срока реализации проекта и др.

Используя комбинацию указанных параметров, руководство, инвестиционные и финансовые менеджеры предприятия могут принять правильное решение в пользу того или иного проекта, отвечающего его стратегическим целям.

Главное требование к портфелю реальных инвестиций предприятия — его сбалансированность. Сбалансированность портфеля означает, что необходимо располагать проектами, которые в настоящем и будущем периодах обеспечат предприятие денежными средствами (в форме возросшей выручки от продажи товаров и услуг).

Одновременно целесообразно деинвестировать денежные средства из стареющих видов производства в более современные, обеспечивающие повышение конкурентоспособности продукции предприятия. Данный процесс сопровождается ростом инновационных затрат на разработку и освоение новых видов изделий и технологий.

6.11. Методы анализа и оценки проектных рисков

Процесс реализации капитальных проектов сопряжен со значительным риском, уровень которого существенно возрастает в условиях переходной (транзитивной) экономики. Увеличение риска связано с колебаниями макроэкономической ситуации в стране, и в частности на рынке инвестиционных товаров, появлением новых видов проектов и форм финансирования.

Под инвестиционным риском понимают вероятность возникновения непредвиденных финансовых потерь (снижение прибыли, дохода и даже потеря капитала инвестора) вследствие наступления неблагоприятных обстоятельств. В системе показателей оценки реальных проектов уровень риска следует за такими важными параметрами, как объемы инвестиционных затрат и чистого дисконтированного дохода (чистых денежных поступлений от проекта).

Инвестиционный риск — это возможность возникновения таких условий, которые могут привести к негативным последствиям для всех или для отдельных участников проекта. В Методических рекомендациях по оценке эффективности инвестиционных проектов показатели эффективности, установленные с учетом факторов неопределенности и риска, называются ожидаемыми. Следовательно, неопределенность характерна для видов реального инвестирования, и риск объективно им сопутствует. При этом сценарий осуществления проекта, для которого были выполнены расчеты эффективности, рассматривают как базисный, а все остальные возможные сценарии — как вызывающие те или иные позитивные или негативные отклонения от соответствующих базисному сценарию скрытых значений параметров эффективности.

Наличие или отсутствие риска, связанное с осуществлением того или иного сценария, устанавливает каждый участник проекта по величине и знаку соответствующих отклонений. Риск, связанный с возникновением тех или иных условий реализации проекта, зависит от того, с точки зрения чьих интересов его оценива-

ют (риск участника проекта, акционера, кредитора и т. д.). Отдельные факторы неопределенности учитывают в расчетах эффективности, если при неодинаковых значениях данных факторов затраты и результаты по проекту существенно различаются. В Методических указаниях определено, что проект считают устойчивым, если при всех сценариях он оказывается эффективным, а возможные потери устраняются организационно-экономическими мероприятиями, предусмотренными в проекте. Если такие меры не позволяют повысить устойчивость проекта, то он отвергается предприятием.

Следует отметить, что инвестиционные риски классифицируют:

- по формам проявления;
- по формам инвестирования;
- по источникам возникновения.

По формам проявления выделяют экономические, политические, экологические и прочие виды проектных рисков. По формам инвестирования различают риски, связанные с реализацией долгосрочных проектов и с управлением фондовым портфелем (финансовыми инструментами). Наконец, по источникам возникновения выделяют два основных вида риска — системный (рыночный) и несистемный (специфический) риски.

Системный (рыночный) риск характерен для всех участников инвестиционного процесса и определяется объективными факторами:

- сменой стадий экономического цикла развития страны;
- изменением конъюнктурных циклов развития рынка инвестиционных товаров;
- новациями налогового законодательства в сфере инвестирования;
- ужесточением политики государства на рынке ссудного капитала (кредитная рестрикция) и пр.

Системный риск является недиверсифицируемым для каждого конкретного инвестора. Он может возникнуть неожиданно, и его последствия трудно спрогнозировать.

Несистемный (специфический) риск характерен для конкретного проекта или для отдельного инвестора. Негативные последствия риска можно предотвратить или значительно снизить за счет более рационального управления инвестиционным портфелем.

В специальной экономической литературе по финансовому и инвестиционному менеджменту рассматривают и другие виды рисков, например по уровню финансовых потерь. Кроме того, риски систематизируют на допустимые, критические и катастрофические. Приводятся и другие виды и классификации рисков.

В процессе оценки возможного размера финансовых потерь от инвестиционной деятельности используют абсолютные и относительные показатели. Абсолютный объем финансовых потерь представляет собой сумму убытка (ущерба), причиненного инвестору в связи с наступлением неблагоприятных обстоятельств. Относительный размер финансовых потерь (убытка) выражают отношением возможного убытка к избранному базовому показателю (к величине ожидаемого дохода от инвестиций или к сумме вложенного в данный проект капитала):

$$K_{up} = \frac{\sum \text{Убытка}}{I} \times 100, \quad (6.28)$$

где K_{up} — коэффициент инвестиционного риска, %; I — объем инвестиций (капиталовложений), направленных в конкретный проект.

Подобные финансовые потери можно считать низкими, если их уровень к объему инвестиций по проекту не превышает 5%. Средними потерями можно считать их величину в пределах от 5 до 10%. Высокими и очень высокими потерями соответственно считают потери от 10%, но не выше 20 и свыше 20%.

Наиболее распространенными методами анализа и оценки проектных рисков являются:

- статистический;
- целесообразности затрат;
- экспертных оценок;
- использования аналогов.

Содержание статистического метода заключается в изучении доходов и потерь от вложения капитала, в установлении частоты их возникновения. На основе полученных данных составляют прогноз на будущее. В процессе применения этого метода осуществляют расчет среднеквадратического отклонения, дисперсии, коэффициента вариации.

Показатели среднеквадратического (стандартного) отклонения δ по инвестиционному проекту вычисляют по формуле:

$$\delta = \sqrt{\sum_{i=1}^n (D_i - \bar{D})^2 P_i}, \quad (6.29)$$

где t — начальный период; n — число периодов (лет, месяцев); D_i — расчетный доход (чистые денежные поступления, NPV) по проекту i -го вида при различных значениях конъюнктуры на рынке инвестиционных товаров (высоком, среднем и низком); \bar{D} — средний ожидаемый доход (чистые денежные поступления, NPV) по проекту; P_i — значение вероятности, которое соответствует расчетному доходу (общая величина $P = 1$; частные значения — доли единицы: 0,1; 0,2; 0,3 и т. д.), устанавливаются экспертным путем.

Вариация выражает изменения (колебания) количественной оценки признака при переходе от одного случая (варианта) к другому. Например, изменение рентабельности активов (собственного капитала, инвестиций и др.) можно определить ($\bar{\mathcal{E}P}_a$), суммируя произведение фактических значений экономической рентабельности активов на соответствующие вероятности:

$$\bar{\mathcal{E}P}_a = \sum_{i=1}^n \mathcal{E}P_a \times P_i, \quad (6.30)$$

где $\mathcal{E}P_a$ — экономическая рентабельность активов, %; P_i — значение вероятности, доли единицы.

Стандартные отклонения определяют как квадратный корень из средневзвешенной дисперсии (\sqrt{d}). Чем выше будет полученный результат, тем более рискованным является рассматриваемый проект.

Коэффициент вариации (K_v) позволяет оценить уровень риска, если показатели средних ожидаемых доходов отличаются между собой:

$$K_v = \frac{\delta}{\bar{D}}, \quad (6.31)$$

где δ — показатель среднеквадратического (стандартного) отклонения; \bar{D} — средний ожидаемый доход (чистые денежные поступления, NPV) по проекту.

При сравнении проектов по уровню риска предпочтение отдают тому из них, по которому значение K_v самое минимальное, что свидетельствует о наиболее благоприятном соотношении риска и дохода (табл. 6.6).

Таблица 6.6
Расчет коэффициента вариации по трем проектам, млн руб.

Проекты	Среднеквадратическое отклонение (δ)	Средний ожидаемый доход по проектам (\bar{D})	Коэффициент вариации (K_v) (гр. 2/гр. 3)
№ 1	1,80	5,4	0,33
№ 2	2,64	5,4	0,49
№ 3	3,92	6,0	0,65

Из рассмотренных проектов самое низкое значение коэффициента вариации (0,33) имеет проект № 1, поэтому его можно считать наименее рисковым.

Статистический метод расчета уровня риска требует наличия большого объема информации, которая не всегда имеется у инвестора (инициатора проекта).

Метод анализа целесообразности затрат ориентирован на выявление потенциальных зон риска. Перерасход инвестиционных затрат может быть вызван следующими факторами (они могут быть детализированы):

- изменением границ проектирования;
- возникновением дополнительных затрат у подрядчика в ходе строительства объекта;
- различием в эффективности проектов (доходности, окупаемости, безопасности);
- первоначальной недооценкой стоимости и качества проекта и т. д.

Метод экспертных оценок основан на анкетировании специалистов-экспертов. Полученные статистические результаты обрабатывают в соответствии с поставленной аналитической задачей. Для получения более представительной информации к участию в экспертизе привлекают специалистов, имеющих высокий профессиональный уровень и практический опыт работы в области реального инвестирования.

Метод использования аналогов заключается в поиске и применении сходства, подобия явлений и проектов и их сопоставлении с другими аналогичными объектами. Для данного метода, как и для метода экспертных оценок, характерен определенный субъективизм, поскольку решающее значение при оценке имеют интуиция, опыт и знания эксперта или аналитика.

Возможные пути снижения проектных рисков следующие:

- диверсификация — один из самых распространенных способов, и его содержание заключается в том, чтобы вложить средства не в один, а в несколько проектов, полагая, что хотя бы часть из них принесет прибыль, способную компенсировать убытки других проектов;
- отложить инвестиционное решение с целью получения дополнительной информации и выяснения ситуации на рынке инвестиционных товаров (например, поручить проведение дополнительного анализа проекта консалтинговой компании);
- переложить часть риска на партнеров — участников проекта (например, учесть степень риска в ставке процента у банка-кредитора);
- застраховать инвестиции в страховой компании независимо от того, что за подобную операцию придется выплачивать вознаграждение страховщику, что приведет к удорожанию стоимости проекта;
- сформировать резерв для покрытия непредвиденных потерь по проекту (например, в размере 3–5% от стоимости инвестиционного проекта);
- упростить схему реализации проекта (например, предусмотреть в нем сдачу в эксплуатацию очередей, пусковых комплексов, этапов и др.);
- сократить сроки реализации проекта и тем самым снизить риск, который со временем возрастает, и таким путем повысить ликвидность реальных инвестиций;
- повысить требования к управлению качеством проекта, включая требования к проектно-сметной документации, менеджменту проекта, выбору контрагентов (подрядчиков, поставщиков материальных ресурсов, кредиторов и других участников проекта);
- повторно проверить результаты расчетов на устойчивость проекта к возможным ошибкам в прогнозах цен, объемов инвестиций, продаж, издержек производства и других исходных параметров, для чего проектные расчеты составлять по нескольким вариантам: пессимистический, оптимистический, наиболее реальный.

Используя указанные способы на практике, можно существенно снизить риски, связанные с реальным инвестированием.

Глава 7

МЕТОДОЛОГИЯ ПРИНЯТИЯ РЕШЕНИЙ ПО УПРАВЛЕНИЮ ПОРТФЕЛЕМ ФИНАНСОВЫХ АКТИВОВ

7.1. Базовая концепция оценки финансовых активов

Каждый вид товара имеет присущие ему потребительские свойства или наличие потенциальной способности приносить владельцу потенциальный доход. Финансовый инструмент, выступая особым товаром на рынке капитала, отличается от обычных товаров с характерными для них потребительскими свойствами.

Ценные бумаги (фондовые ценности) — это инструменты вложения денежных средств, которые представляют собой конкретное долговое обязательство эмитента или обеспечивают право участия в уставном капитале предприятия в качестве собственника, право покупки или продажи доли в предприятии.

Важной характеристикой финансового актива (как товара) является риск. Поэтому инвестор, принимая решение о целесообразности приобретения того или иного финансового инструмента, стремится оценить экономическую эффективность планируемой финансовой операции с помощью абсолютных и относительных показателей.

В первом случае — это цена или стоимость финансового актива, а во втором — его доходность (прибыльность).

Инвестор обычно исходит из того, что финансовый инструмент имеет две взаимосвязанные характеристики:

- объявленную (декларируемую) рыночную цену (C_p), по которой его можно приобрести на рынке капитала;
- внутреннюю стоимость (C_0), которая выражает полезность финансового актива для конкретного потенциального покупателя, желающего его приобрести.

Эти абсолютные параметры финансового инструмента колеблются в динамике и с позиции данного инвестора нередко количественно не совпадают.

По сравнению с рыночной ценой, которая заранее объявлена, внутренняя стоимость финансового инструмента более неопределенна и субъективна. Под неопределенностью понимаются то обстоятельство, что каждый инвестор субъективно оценивает внутреннюю стоимость финансового актива, полагаясь на свои опыт и интуицию. Так, например, в рамках фундаментального анализа существуют два различных подхода в выявлению неверно оцененных ценных бумаг. При первом

подходе делают попытку установить соответствующую внутреннюю или реальную стоимость ценной бумаги (акции). Если рыночный курс (цена) существенно выше ее внутренней стоимости, то это подтверждает, что данный финансовый инструмент переоценен. Если рыночный курс значительно ниже внутренней стоимости, то акция недооценена.¹

Для конкретного инвестора на рынке капитала возможны три ситуации:

- если рыночная цена финансового актива (акции) выше его внутренней стоимости ($P_p > P_e$), то он продается по завышенной цене и его нет необходимости покупать;
- если рыночная цена финансового актива ниже его внутренней стоимости ($P_p < P_e$), то он продается по заниженной цене и его следует покупать;
- если рыночная цена финансового актива равна его внутренней стоимости ($P_p = P_e$), то спекулятивные операции по его купле-продаже вряд ли целесообразны.

Исходя из данных ситуаций финансовые инвестиции можно классифицировать:

- 1) на инвестиции с низким риском — это такие финансовые вложения, которые считают безрисковыми с точки зрения получения определенного дохода;
- 2) на инвестиции с высоким риском — это финансовые вложения, которые считают спекулятивными с позиции гарантии получения требуемого дохода; спекуляция — это операция по купле-продаже финансовых активов, стоимость и доходность которых являются неопределенными величинами; конечно, при более высоком уровне риска от спекулятивных операций ожидают максимальный доход;
- 3) промежуточное положение занимают финансовые инвестиции с умеренным риском и доходом, которые характеризуют наиболее реалистичный подход к формированию портфеля ценных бумаг.

Можно провести определенную грань между ценой и стоимостью финансового актива:

- 1) стоимость — расчетный измеритель, а цена — объявленный (декларированный) измеритель, который можно видеть в прейскурантах, ценниках и биржевых котировках;
- 2) с определенной условностью можно констатировать, что стоимость первична, а цена вторична, так как в ситуации равновесного рынка цена финансового актива количественно выражает его внутреннюю стоимость; кроме того, цена устанавливается стихийно как средняя величина из оценок стоимостей, рассчитанных инвесторами;
- 3) в любой конкретный момент времени цена однозначна, а стоимость многозначна и зависит от количества индивидуальных и институциональных участников фондового рынка.

В теории финансового менеджмента используют следующие подходы к оценке финансовых активов:

¹ Часто вместо того, чтобы сопоставить курс со стоимостью акции (при данном рыночном курсе и внутренней стоимости), аналитик оценивает ожидаемую доходность ценной бумаги за период; затем данную оценку сравнивают с доходностью акций других компаний. — *Прим. автора.*

- фундаменталистический (традиционный) подход;
- технократический подход;
- теория «хотьбы наугад».

Фундаменталисты полагают, что финансовый актив обладает внутренней, присущей ему ценностью. Она может быть оценена как дисконтированная стоимость будущих поступлений, генерируемых этим активом. В данном случае важно сделать реалистичный прогноз будущих поступлений. Точность такого прогноза зависит от результатов финансового анализа деловой ситуации на рынке капитала, а также от инвестиционной политики предприятия.

Технократический подход базируется на изучении истории котировок ценных бумаг на фондовом рынке и построении ценовых динамических рядов. Используя статистику цен, технократы предлагают строить различные временные тренды и на их основе определять, соответствует ли текущая цена финансового актива его внутренней стоимости.

Сторонники теории «хотьбы наугад» считают, что текущие цены финансовых активов достаточно полно отражают всю имеющуюся информацию о состоянии фондового рынка, включая и прогноз на будущее. Они исходят из предположения, что текущая рыночная цена сформирована на базе всей имеющейся информации и не следует искать дополнительных подтверждений. Аналогично и все будущие ожидания инвестора сконцентрированы на текущей цене. Новая цена ввиду ее субъективности не может предсказать изменение цены в будущем. Поэтому внутренняя стоимость ценной бумаги, а также ее цена колеблются непредвиденно и не зависят от предшествующей динамики, сложившейся на фондовом рынке. Следовательно, любая релевантная информация не может дать обоснованной цены финансового актива.

На практике наибольшее распространение получила фундаменталистическая теория, которая чаще всего используется потенциальными инвесторами.

Согласно этой теории, внутреннюю стоимость финансового актива устанавливают по формуле:

$$BC_{\phi a} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{ДП_t}{(1+r)^t}, \quad (7.1)$$

где $BC_{\phi a}$ — внутренняя стоимость финансового актива; $ДП_t$ — ожидаемый денежный поток в период t (обычно год); r — приемлемая (требуемая или ожидаемая) доходность финансового актива, доли единицы; ∞ — знак неопределенности.

В данной формуле подразумевают капитализацию получаемых доходов (процентов и дивидендов) с прибылью, равной ставке дисконтирования r . Например, оценка обыкновенных акций будет правильна только в том случае, если полученные по ним дивиденды будут инвестированы в те же акции или иные финансовые активы с аналогичными доходностью и риском.

Оценка потенциальной стоимости финансовых активов зависит от трех величин: ожидаемых денежных поступлений, диапазона прогнозирования и нормы доходности.

Первый параметр устанавливается на основе специальных расчетов. Второй параметр зависит от вида базисного финансового актива. В отношении привиле-

гированных акций (префакций) и корпоративных облигаций горизонт прогноза чаще всего ограничен периодом их обращения на фондовом рынке, а в отношении обыкновенных акций он, как правило, равен бесконечности. Последний параметр наиболее важен для инвестора, первые два непосредственно привязаны к базисному активу и поэтому имеют более высокую степень достоверности.

Требуемая инвестору норма доходности отражает прибыльность альтернативных вложений капитала, доступных только данному вкладчику. Поэтому именно норму прибыли чаще всего используют инвесторы и аналитики в процессе имитационного моделирования. В качестве приемлемой нормы доходности по финансовым активам можно принять процентную ставку по банковским депозитам и кредитам, по облигациям федеральных и субфедеральных займов и т. д.

Чтобы оценить приемлемость вложений в те или иные виды ценных бумаг, инвестор обычно к действующим на рынке капитала процентным ставкам добавляет премию за инвестиционный риск. Именно благодаря различию в оценках базовых показателей и функционирует фондовый рынок.

Оценивая текущую внутреннюю стоимость финансового актива, инвестор чаще всего варьирует значения нормы доходности и денежных поступлений, которые, как правило, неодинаковы у разных вкладчиков.

7.2. Принятие решений об инвестициях в финансовые активы

Задача формирования инвестиционного портфеля особенно важна для институциональных инвесторов, т. е. предприятий (корпораций), мобилизующих финансовые ресурсы своих клиентов и размещающих их на рынке капитала. В современной России они представлены инвестиционными фондами и компаниями, кредитными, страховыми и другими организациями.

В условиях развитого фондового рынка формирование портфеля и управление им представляет достаточно сложный процесс, который включает:

- оценку финансовых активов;
- принятие инвестиционных решений;
- оптимизацию портфеля;
- оценку полученных результатов;
- оперативное управление портфелем (его мониторинг);
- корректировку портфеля исходя из сложившейся ситуации на фондовом рынке.

Крупные акционерные компании (корпорации) обычно создают смешанное подразделение по портфельным инвестициям, в рамках которого формируют несколько локальных портфелей исходя из состава включенных в него финансовых активов.

Для принятия решений инвестиционного характера рекомендуют соблюдать следующие правила:

- все виды инвестиционных решений принимают только на один релевантный период, называемый периодом владения портфелем;
- в портфель включают финансовые активы, имеющие максимальную доходность при минимальном уровне риска или минимальную степень риска при приемлемом уровне доходности;

- в процессе формирования портфеля учитывают издержки, связанные с приобретением и продажей отдельных видов финансовых активов, и налоговые последствия для конкретного инвестора;
- критериальными показателями, используемыми для отбора финансовых активов и включения их в портфель, являются доходность, безопасность и ликвидность вложений.

Классификация инвесторов по отношению к риску показана на рис. 7.1, где представлены три основных вида поведения инвесторов по отношению к риску:

- принимающий риск;
- безразличный к риску;
- не расположенный к риску.

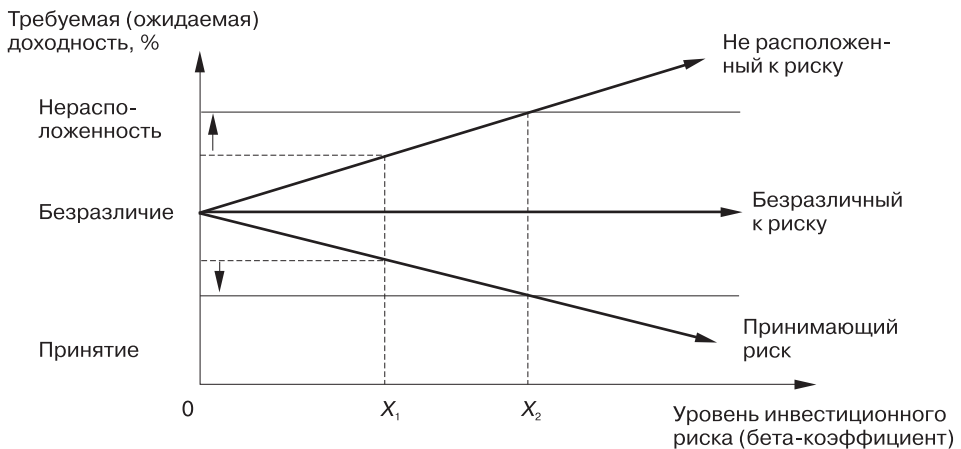


Рис. 7.1. Функции рискованных предпочтений инвесторов

Примечание. Источник данных: Гитман Л. Д., Джонк М. Д. Основы инвестирования / Пер. с англ. — М.: Дело, 1997. С. 243.

Из представленного графика наглядно видно, что пока риск находится в диапазоне от X_1 до X_2 , для инвестора, безразличного к риску, ожидаемая доходность финансовых активов постоянна. Следовательно, изменения в доходности в данном случае не используют в качестве компенсации за возрастающий риск. Для не расположенного к риску инвестора требуемая доходность повышается с ростом риска, для принимающего риск инвестора она уменьшается по мере увеличения риска.

На практике многие инвесторы не расположены к риску и при его увеличении требуют повышения дохода на свои вложения. Конечно, величина доходности, требуемой каждым вкладчиком при конкретном увеличении риска, зависит от того, насколько вкладчик не расположен к риску. Большинство инвесторов стремятся принять только такой риск, в условиях которого они чувствуют себя относительно безопасно. Более того, обычно вкладчики скорее консервативны, чем агрессивны, при принятии инвестиционных решений с высоким риском.

В принятии решений инвесторам целесообразно придерживаться логической последовательности при выборе альтернативных активов.

1. Применяя прошлые и прогнозные данные, оценить ожидаемую доходность в течение текущего периода владения финансовым активом. Определить требуемую доходность (на основе приведенной стоимости), чтобы убедиться, что стоимости денег во времени уделено необходимое внимание.
2. Используя прошлые и прогнозные данные о доходности, оценить риск, связанный с финансовыми инструментами (на базе дисперсии, стандартного отклонения, бета-коэффициента и др.).
3. Оценить соотношение «риск—доходность» каждого из альтернативных финансовых активов, чтобы убедиться в том, что ожидаемая доходность при данном уровне риска приемлема. Если другие финансовые активы с аналогичным или более низким уровнем риска обеспечивают равную или более высокую доходность, то вложение денег в первоначально выбранный финансовый актив нецелесообразно.
4. Выбрать финансовые активы, предлагающие самую высокую доходность при допустимом для инвестора уровне риска. На практике большинство инвесторов не расположены к риску. Они скорее приобретут финансовые инструменты с более низким уровнем риска, получая по ним более низкие доходы (например, облигации государственных займов). Если инвесторы получают самую высокую доходность (например, по «голубым фишкам») при допустимом уровне риска, то это подтверждает, что им удалось осуществить выгодное вложение своего капитала. Конечно, самым проблемным этапом инвестиционного процесса является оценка риска. Однако на инвестиционное решение будут влиять и другие факторы: налоги, учетная ставка Банка России, состав фондового портфеля, ликвидность финансовых инструментов и др.

Окончательное инвестиционное решение принимают в результате сопоставления рискованных предпочтений инвестора с ожидаемыми данными о доходности и риске, связанными с конкретными финансовыми активами.

7.3. Цель и задачи управления портфелем финансовых активов

Фондовый портфель (аналоги: инвестиционный портфель, портфель ценных бумаг, портфель финансовых активов и пр.) представляет совокупность включенных в него финансовых инструментов, удовлетворяющих конкретные интересы его владельца.

Основная цель управления портфелем финансовых активов — это обеспечение наиболее рациональных путей реализации инвестиционной стратегии предприятия (корпорации) на финансовом рынке. Причем цели эмитентов и инвесторов на этом рынке неидентичны.

Инвестиционная стратегия предприятия-эмитента заключается в наиболее выгодном и более быстром размещении корпоративных ценных бумаг (акций и облигаций) среди потенциальных инвесторов и кредиторов для привлечения дополнительного капитала. При этом затраты на эмиссию данных бумаг должны быть минимальны. Инвестиционная стратегия предприятия, выступающего в роли инвестора, многопланова и преследует различные цели. Так, прямой стратегиче-

ский инвестор стремится обеспечить для себя с помощью финансовых вложений непосредственное управление объектами инвестирования (на основе приобретения контрольного пакета акций или иной формы приоритетного участия в уставном капитале). Портфельный инвестор с помощью вложений в финансовые активы добивается формирования фондового портфеля с целью получения текущего дохода (в форме дивидендов или процентов) или в результате повышения курсовой стоимости ценных бумаг.

Факторы, определяющие масштабы инвестиционной деятельности акционерных компаний на рынке ценных бумаг, следующие:

- стадия жизненного цикла предприятия;
- емкость фондового рынка;
- финансовая политика на данном рынке;
- наличие достаточных финансовых ресурсов для прямого или портфельного инвестирования;
- готовность осуществлять значительные инвестиционные затраты, не приносящие доход в настоящем периоде, а рассчитанные на будущий высокий доход;
- уровень риска на рынке ценных бумаг для потенциальных инвесторов и др.

Портфельные инвесторы могут ставить перед собой и более локальные цели (задачи):

- сохранность (безопасность) вложений (например, вследствие высокой инфляции); под безопасностью понимают защищенность портфельных инвестиций от циклических колебаний и потрясений на фондовом рынке, а также стабильность получения дохода;
- расширение и диверсификация доходной базы инвестора, повышение его финансовой устойчивости и снижение риска активных операций;
- обеспечение высоких темпов роста капитала, что позволяет сформировать эффективную инвестиционную деятельность в долгосрочной перспективе;
- обеспечение высоких темпов роста дохода, что требует включения в портфель высокодоходных финансовых активов; часть текущего дохода капитализируют для поддержания оптимальной структуры фондового портфеля;
- обеспечение минимизации инвестиционных рисков. Отдельные финансовые активы, имеющие высокую доходность, обладают повышенным риском. Однако в рамках инвестиционного портфеля этот риск минимизируют. Наибольшим уровнем риска обладают корпоративные ценные бумаги, но отдельные их виды могут оказаться более доходными, чем все остальные. К «голубым фишкам» относят обычно акции известных российских компаний нефтегазового комплекса. Оптимального соотношения доходности и риска достигают тщательным подбором и периодическим пересмотром состава фондового портфеля. Особое внимание должно быть уделено снижению риска потери капитала, а затем и дохода;
- получение остаточной ликвидности ценных бумаг, входящих в портфель. Для достижения этой цели портфель должен содержать определенную долю высоколиквидных ценных бумаг (не менее 10%), чтобы быстро превратить

их в наличные денежные средства. В России подобные высоколиквидные финансовые активы практически отсутствуют;

- обеспечение присутствия инвестора на наиболее динамичных сегментах фондового рынка и удержание его позиций на данных сегментах;
- расширение ресурсной базы посредством создания дочерних и зависимых обществ и др.

Рассмотренные цели формирования инвестиционного портфеля являются альтернативными. Так, обеспечение высоких темпов прироста капитала достигается за счет снижения текущей доходности фондового портфеля. Рост доходов и капитала определяется уровнем риска портфеля. Достижение высокой ликвидности препятствует включению в портфель перспективных финансовых активов, обеспечивающих прирост капитала и доходов в будущем.

В процессе управления портфелем финансовых активов решают следующие задачи:

- обеспечение высоких темпов экономического роста за счет эффективной инвестиционной политики предприятия. Между эффективностью данной политики и темпами экономического развития существует прямая связь. На практике чем выше объем продаж и прибыли (включая прибыль от финансовых операций), тем больше средств остается на инвестиции;
- достижение максимизации прибыли (дохода) от инвестиционной деятельности. Для целей экономического развития предприятия приоритетное значение имеет не бухгалтерская, а чистая прибыль. Поэтому при наличии нескольких вариантов формирования портфеля рекомендуют выбирать тот из них, который обеспечивает наибольшую норму чистой прибыли на вложенный капитал;
- обеспечение снижения уровня инвестиционных рисков, которые сопутствуют видам инвестиционной деятельности. При неблагоприятных условиях данные риски могут вызывать потерю не только прибыли (дохода), но и части авансированного капитала;
- обеспечение финансовой устойчивости и платежеспособности предприятия в процессе осуществления инвестиционной деятельности, которая связана с отвлечением финансовых ресурсов в значительных размерах и на длительный срок, что может привести к снижению платежеспособности предприятия по текущим хозяйственным операциям. Кроме того, отвлечение денежных ресурсов в долгосрочные ценные бумаги может привести к потере финансовой устойчивости предприятия в будущем. Поэтому, формируя источники средств для инвестирования, следует заранее спрогнозировать, какое влияние они окажут на финансовое состояние инвестора.

Итак, задачи формирования фондового портфеля предприятия сводятся к такому распределению инвестируемой суммы денежных средств между финансовыми активами, которое в течение срока жизни портфеля обеспечивает его максимальную доходность при допустимом уровне риска. Портфельное инвестирование позволяет улучшить условия вложения капитала, придав совокупности ценных бумаг такие инвестиционные качества, которые невозможно достичь для отдельно взятого финансового актива. Только в процессе формирования портфеля выявляют

новые инвестиционные качества ценных бумаг с заданными параметрами доходности, безопасности и ликвидности. Следовательно, инвестиционный портфель служит тем финансовым инструментом, с помощью которого обеспечивают требуемую инвестору доходность при минимальном уровне риска.

С учетом перечисленных задач определяют программу действий по формированию инвестиционного портфеля и оперативному управлению им.

Можно предложить следующую программу таких действий, которую нужно уточнять и дополнять за счет изменения содержания и последовательности этапов инвестиционного процесса:

- анализ рынка ценных бумаг;
- выбор инвестиционной политики;
- формирование состава финансовых ресурсов;
- формирование фондового портфеля;
- оценка эффективности фондового портфеля;
- пересмотр его состава и структуры.

Эти изменения и дополнения в программу могут состоять в следующем.

1. Исследование внешней инвестиционной среды и прогнозирование деловой ситуации на финансовом рынке. Такому исследованию подвергают:
 - ◆ правовые условия инвестиционной деятельности в разрезе форм инвестирования;
 - ◆ анализ текущего состояния финансового рынка;
 - ◆ прогноз конъюнктуры рынка в разрезе его сегментов и в целом.
2. Разработка стратегических направлений инвестиционной деятельности, что предполагает определение целей и задач инвестирования на ближайшую перспективу.
3. Разработка стратегии формирования инвестиционных ресурсов для реализации выбранной стратегии инвестирования. К таким ресурсам относятся как собственные, так и привлеченные с финансового рынка средства.
4. Поиск и оценка инвестиционной привлекательности отдельных видов ценных бумаг для включения их в фондовый портфель.
5. Формирование инвестиционного портфеля и его оценка по критериям доходности, риска и ликвидности. Расчет ведут по каждому финансовому инструменту, но при этом инвестор сталкивается с проблемами селективности, выбора времени финансовых операций и диверсификации фондового портфеля. Селективность (микропрогнозирование) относится к финансовому анализу ценных бумаг и прогнозу цен на отдельные их виды. Выбор времени операций включает прогноз изменения уровня цен на финансовые инструменты (акции) по сравнению с ценами для ценных бумаг с фиксированным доходом (корпоративные облигации). Диверсификация предполагает формирование портфеля ценных бумаг таким способом, чтобы при определенных ограничениях минимизировать инвестиционный риск, однако последний остается в виде так называемого недиверсифицированного риска, вытекающего из общего состояния экономики страны.

6. Организация текущего управления фондовым портфелем (его мониторинг). На практике используют два способа управления фондовым портфелем — активный и пассивный. Базовыми характеристиками активного оперативного управления являются:

- ◆ выбор ценных бумаг, приемлемых для включения в фондовый портфель;
- ◆ определение сроков покупки или продажи финансовых активов.

Основная задача активного управления заключается в прогнозе размера возможных доходов от инвестирования средств. Активный инвестор полагает, что владение любым портфелем — это временное дело. Когда разница в ожидаемых доходах, полученная в результате или неправильного решения, или изменения конъюнктуры финансового рынка исчезает, то составные элементы (или весь портфель) заменяют другими (другим).

Пассивное управление базируется на предположении, что рынок достаточно эффективен для достижения успеха в выборе ценных бумаг или в учете фактора времени. В этих целях формируют достаточно диверсифицированный портфель с заранее фиксированным уровнем доходности и риска. Он состоит, как правило, из государственных ценных бумаг, характеризуется незначительным их оборотом и низким уровнем несистемного риска. Зарубежные инвесторы используют пассивную форму оперативного управления фондовым портфелем крайне редко, поскольку она не приносит высокого дохода.

7. Подготовка решений о продаже отдельных финансовых активов и reinvestировании высвобождаемого капитала. Если фактическая доходность ценных бумаг окажется ниже ожидаемой, то принимают решение о продаже неэффективных их видов. После этого проводят корректировку фондового портфеля путем подбора других ценных бумаг, в которые reinvestируют высвобождающийся капитал.

7.4. Особенности финансовых активов, включаемых в инвестиционный портфель

Финансовые инвестиции — это вложение денежных средств в ценные бумаги предприятий — эмитентов. В российской практике они выступают в форме финансовых вложений. Для признания активов в качестве финансовых вложений необходимо одновременное выполнение следующих условий:

- наличие правильно оформленных документов, подтверждающих существование права предприятия на финансовые вложения и на получение денежных средств или других активов, вытекающих из этого права;
- переход к предприятию финансовых рисков, связанных с финансовыми вложениями (ценовой риск, риск неплатежеспособности должника, риск ликвидности и др.);
- способность приносить предприятию экономические выгоды (доход) в будущем в форме процентов, дивидендов или прироста стоимости (в последнем случае доход образуется: в виде разницы между ценой продажи (погашения) финансового актива и его покупной стоимостью; в результате его обмена; вследствие роста текущей рыночной стоимости и пр.).

В состав финансовых вложений предприятия включают:

- государственные и муниципальные облигации;
- ценные бумаги сторонних эмитентов, в том числе долговые финансовые инструменты, в которых определены дата и стоимость погашения (облигации, векселя);
- вклады в уставные (складочные) капиталы других организаций (в том числе дочерних и зависимых хозяйственных обществ);
- предоставленные другим организациям займы, депозитные вклады в банках, дебиторскую задолженность, приобретенную на основании уступки права требования, и пр.

В состав финансовых вложений предприятия не включают:

- собственные акции, выкупленные акционерным обществом у акционеров для последующей перепродажи или аннулирования;
- векселя, выданные предприятием-векселедателем предприятию-продавцу при расчетах по товарным операциям;
- вложения предприятия в движимое и недвижимое имущество, имеющее материально-вещественную форму и предоставляемое предприятием за плату во временное пользование (владение) с целью извлечения дохода;
- драгоценные металлы, ювелирные изделия, произведения искусства и иные материальные ценности, приобретенные не для осуществления обычных видов деятельности.

Финансовые вложения предприятий России характеризуются данными, приведенными в табл. 7.1.

Из приведенных в этой таблице показателей можно сделать следующие выводы:

- в период массовой приватизации государственных предприятий (1993–1997 гг.), которая сопровождалась их акционированием, наблюдался быстрый рост финансовых вложений;

Таблица 7.1

Динамика финансовых вложений по крупным и средним российским предприятиям, млрд руб.

Наименование отрасли	Год								
	1993	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
По народному хозяйству — всего	2,6	70,9	121,6	298,7	183,9	775,2	1245,0	2429,8	2091,3
В том числе:									
краткосрочные	1,2	20,2	30,7	61,7	116,9	476,5	961,4	1959,5	1665,6
долгосрочные	1,4	50,7	90,9	237,0	67,0	298,7	283,6	470,3	425,7
Из него: промышленность — всего	1,7	44,8	69,3	122,2	115,2	288,8	750,7	1587,6	1223,9
В том числе:									
краткосрочные	0,7	9,8	14,2	25,6	67,1	220,7	608,4	1398,0	1012,0
долгосрочные	1,0	34,9	55,1	96,6	48,1	68,1	142,3	189,6	211,9

Источник данных: Российский статистический ежегодник. — М., 2003. С. 602–603.

- в результате финансового кризиса в августе-сентябре 1998 г. произошло значительное обесценение финансовых вложений предприятий (акционерных обществ), а также государственных облигаций;
- в 1999–2003 гг. наблюдалось не только восстановление, но и существенное увеличение объема финансовых вложений, и прежде всего в сырьевом секторе промышленности.

Однако заметным обновлением основного капитала данный процесс не сопровождается. Поэтому финансовый сектор экономики России по-прежнему функционирует в отрыве от реального сектора и не обеспечивает потребности воспроизводства основного капитала в народном хозяйстве.

Финансовое инвестирование в отличие от реального не предполагает обязательного создания новых производственных мощностей и контроля за их эксплуатацией. Однако потенциально (при создании благоприятных условий) они могут выступать важным источником финансирования капитальных вложений в основной капитал.

Финансовый инвестор не принимает непосредственного участия в управлении реальными активами, полагаясь на опыт квалифицированных менеджеров. Поэтому внешне процесс финансового инвестирования представляется в акте купли-продажи ценных бумаг, которые по ряду своих характеристик (доходность, риск, ликвидность) являются более гибким инструментом финансирования, чем традиционный банковский кредит. Кроме того, путем выпуска финансовых инструментов (акций и облигаций) обеспечивают наиболее оптимальную структуру капитала предприятия-эмитента, которой невозможно достичь, если использовать преимущественно один финансовый источник, например собственные средства, банковский кредит или финансовый лизинг.

Опыт корпораций в странах с развитой рыночной экономикой показывает, что оптимальная структура их капитала может быть сформирована только при комплексном привлечении разнообразных источников финансирования.

Финансовая деятельность предприятия реального сектора экономики является относительно независимой от других видов деятельности. Однако она выполняет вспомогательную функцию по отношению к текущей и инвестиционной деятельности, обеспечивая ее дополнительными денежными средствами (в форме доходов, получаемых от эмиссии корпоративных ценных бумаг). Доходность финансовых активов во многих случаях значительно ниже, чем текущих (операционных) активов, авансируемых в производственно-коммерческий процесс, где генерируется основная масса прибыли предприятий. Однако финансовые активы создают для предприятий дополнительный денежный приток в периоды, когда временно свободные денежные средства не могут быть рационально использованы для расширения текущей деятельности.

Финансовые инвестиции (в отличие от текущих) предоставляют предприятиям более широкий диапазон выбора инструментов для вложения капитала, включая низкорисковые (государственные облигации) и высокорисковые инструменты инвестирования (корпоративные акции). Предприятие-инвестор осуществляет инвестиционную деятельность в более широком спектре — от консервативной до агрессивной стратегии поведения на фондовом рынке.

В отличие от реальных капитальных вложений финансовые инвестиции более ликвидны благодаря способности обращения финансовых активов на вторичном фондовом рынке. Быстрое изменение деловой ситуации на данном рынке предполагает необходимость более оперативного управления портфелем финансовых активов по сравнению с реальными инвестиционными проектами. Поэтому портфельный инвестор вынужден систематически анализировать и своевременно корректировать состав и структуру своего фондового портфеля.

Финансовые инвестиции осуществляют в форме вложений свободных денежных средств:

- в доходные активы денежного рынка (например, в депозитные сертификаты);
- в доходные активы рынка капитала (в акции и облигации);
- в уставные капиталы других предприятий (корпораций).

По сроку обращения ценные бумаги систематизируют на денежные и капитальные.

Денежные ценные бумаги характеризуются краткосрочным периодом обращения (до одного года). Доход по ним носит разовый или краткосрочный характер. Часто их используют только в качестве платежного средства по финансовым обязательствам (чеки, аккредитивы, простые векселя и др.).

Капитальные ценные бумаги выпускают для формирования или увеличения уставного капитала либо долгосрочных пассивов, что необходимо для расширения производственно-коммерческой деятельности предприятий (корпораций). Они обращаются на рынке капитала.

Капитальные ценные бумаги делятся на долевые и долговые (процентные). К долевым ценным бумагам относят акции, которые подразделяют на обыкновенные и привилегированные (префакции).

Обыкновенная акция — это ценная бумага, удостоверяющая права ее владельца на получение части прибыли эмитента (в форме дивиденда), в управлении делами эмитента и на часть его имущества, остающегося после ликвидации эмитента (после удовлетворения претензий кредиторов).

Возврата вложенных средств обыкновенная акция не гарантирует. Она не может быть предъявлена эмитенту в целях получения ранее вложенных средств (кроме случаев ликвидации акционерного общества). Если акционер не удовлетворен доходами, то он вправе продать акции по рыночной цене.

По инвестиционным качествам обыкновенные акции систематизируют на следующие виды:

- первоклассные акции известных акционерных компаний («голубые фишки») — высокая ликвидность и высокий гарантированный дивидендный доход;
- доходные акции — весомые выплаты дивидендов, низкий потенциал роста курсовой стоимости;
- акции роста — продолжительные и высокие темпы роста доходности и ликвидности, небольшие текущие дивиденды, значительный уровень риска;
- циклические акции — доходность и ликвидность зависят от общей экономической ситуации в стране;

- устойчивые акции — стабильность доходности и ликвидности на длительное время;
- спекулятивные акции — курс акций подвержен большим колебаниям, дивиденды минимальные, потенциал роста курса неизвестен.

Префакция — это ценная бумага, удостоверяющая права владельца на приоритетное получение чистой прибыли предприятия-эмитента (в форме дивиденда). Размер дивиденда устанавливается при ее выпуске. Владельцы префакций имеют преимущественное право на получение части имущества эмитента в случае его ликвидации. Держатели обыкновенных акций несут более высокий риск, связанный с деятельностью эмитента, поэтому обладают правом голоса на общем собрании акционеров. Держатели префакций такого права не имеют.

В мировой практике используют следующие виды префакций:

- кумулятивные префакции — самый распространенный их вид, который предусматривает, что любые причитающиеся, но не объявленные дивиденды накапливаются и выплачиваются по этим акциям до объявления выплаты дивидендов по обыкновенным акциям;
- некумулятивные акции — их владельцы утрачивают дивиденды за период, за который совет директоров акционерного общества не объявил их выплату;
- акции с долей участия — предоставляют право их владельцам на получение дополнительных дивидендов (сверх объявленной суммы), если дивиденды по обыкновенным акциям превышают объявленную сумму;
- конвертируемые префакции — могут быть обменены на установленное число обыкновенных акций по оговоренной цене;
- префакции с корректируемой нормой дивидендов — дивиденды по ним корректируются на основе учета динамики процентных ставок по государственным краткосрочным облигациям;
- отзывные префакции — эмитент оставляет за собой право отзыва этих акций, т. е. выкупа их по цене с надбавкой к номинальной стоимости.

С помощью выпуска акций эмитент вправе:

- привлекать дополнительный капитал с фондового рынка;
- использовать акции для управления деятельностью общества путем принятия наиболее важных решений на общих собраниях акционеров в порядке, определенном его уставом;
- формировать, увеличивать и понижать размер уставного капитала общества путем выпуска, погашения, увеличения и уменьшения номинальной стоимости акций. Однако общество не может:
 - ◆ понизить уставный капитал ниже определенного законодательством минимального уровня;
 - ◆ выкупать и погашать акции;
 - ◆ хранить эти ценные бумаги;
 - ◆ конвертировать (обменивать) свои эмиссионные ценные бумаги;
 - ◆ дробить и консолидировать акции;

- ◆ вести реестр владельцев эмиссионных ценных бумаг и раскрывать информацию;
- ◆ начислять и выплачивать дивиденды по акциям при отсутствии источника средств.

К долговым ценным бумагам относятся все виды облигаций, поскольку они удостоверяют отношения займа. Привлекая заемный капитал посредством выпуска облигаций, акционерное общество непосредственно обращается к инвесторам (кредиторам) за получением дополнительного финансирования текущей или инвестиционной деятельности. При обычных кредитных отношениях банк вначале аккумулирует свободные денежные средства клиентов и только после этого перераспределяет их в форме предоставления кредитов. Поэтому облигационные займы, как правило, обходятся для эмитента дешевле и средства в ходе их эмиссии могут быть привлечены на большие сроки по сравнению с получением банковских кредитов. Долгосрочные кредиты для банка являются особо рискованными сделками.

Двойственная природа корпоративных облигаций состоит в том, что это не только инструмент внешнего заимствования, но и одновременно ценные бумаги, позволяющие эмитенту мобилизовать дополнительные финансовые ресурсы. В то же время для эмитента нет угрозы вмешательства владельцев облигаций в его финансово-хозяйственную деятельность.

Корпоративные облигации можно систематизировать по следующим признакам:

- по периоду обращения — краткосрочные (со сроком погашения до одного года) и долгосрочные (со сроком погашения свыше одного года);
- по принадлежности облигационеру — именные и на предъявителя. При эмиссии именных облигаций эмитент обязан вести реестр их владельцев и предоставлять выписки из него их держателям;
- по способу выплаты доходов — в фиксированном проценте от номинальной стоимости облигации, в форме купонных выплат и дисконта;
- по наличию и виду обеспечения — обеспеченные облигации выпускают под залог имущества (недвижимости) эмитента или доверительной собственности других компаний (требования владельцев таких облигаций к эмитенту подлежат первоочередному удовлетворению); облигации без обеспечения выпускают акционерные общества с устойчивым финансовым положением, кредитный рейтинг которых на фондовом рынке не вызывает сомнений у инвесторов (кредиторов);
- по способу погашения — единовременное или по сериям в разные сроки (на основании условий выпуска допускается погашение облигаций в денежной форме или имуществом);
- по праву на конверсию (конверсионную привилегию) — облигации могут выпускать с правом конвертизации через определенный срок по заранее установленной цене в обыкновенные или привилегированные акции;
- по ограничениям при выпуске облигаций — полная оплата уставного капитала для облигаций с обеспечением и на третий год после утверждения двух годовых балансов для облигаций без обеспечения.

Большинство сделок с корпоративными облигациями осуществляют на первичном финансовом рынке, так как торговля ими на вторичном рынке ведется менее интенсивно, чем операции с акциями. Как правило, облигации, эмитируемые крупными акционерными компаниями (корпорациями), имеют рейтинг, который устанавливают независимые аналитические фирмы. Первичными покупателями корпоративных облигаций являются коммерческие банки, страховые компании, инвестиционные фонды и другие финансовые посредники.

На фондовом рынке функционируют также производные ценные бумаги (опционы, варранты, фьючерсы), в основу которых положены базисные активы — акции. Они удовлетворяют право их владельца на покупку или продажу ценных бумаг в определенном количестве и по фиксированной цене в будущем.

По способу выплаты дохода ценные бумаги классифицируют на финансовые инструменты с фиксированным (префакции и облигации) и плавающим (обыкновенные акции) доходом.

По приоритетной значимости различают первичные и вторичные ценные бумаги. Первичные ценные бумаги характеризуются выпуском их в обращение первичными эмитентами и удостоверяют прямые имущественные права или отношения займа (акции и корпоративные облигации). Вторичные ценные бумаги служат объектом финансовых сделок на организованном фондовом рынке (фондовой бирже).

Под обращением ценных бумаг понимают передачу прав на них от одного владельца другому. Права владельцев эмиссионных ценных бумаг документарной формы выпуска удостоверяют сертификатами (если они находятся у владельцев) либо сертификатами и записями по счету «депо» в депозитарии (если они не переданы ему на хранение).

Сертификат эмиссионной ценной бумаги — документ, выпускаемый эмитентом и удостоверяющий совокупность прав на указанное в нем количество ценных бумаг. Владелец ценных бумаг вправе требовать от эмитента исполнения его обязательств на основании такого сертификата.

Права владельцев эмиссионных ценных бумаг в бездокументарной форме удостоверяют в системе ведения реестра путем записей на лицевых счетах у держателя реестра или по счету «депо» в депозитарии.

7.5. Методы оценки стоимости и доходности эмиссионных ценных бумаг

На практике используют следующие виды оценки эмиссионных ценных бумаг (акций и корпоративных облигаций).

1. *Номинальная стоимость* — это оценка, которую указывают на бланке акции. Эмитент определяет ее произвольно, поскольку даже на первичном рынке акции могут продаваться выше нарицательной стоимости. Однако в бухгалтерском учете эту стоимость активно используют. Так, суммарный объем акций по номинальной стоимости образует уставный капитал акционерного общества. Номинальная стоимость всех обыкновенных акций должна быть одинаковой. Уставный капитал определяет минимальный размер имущества, гарантирующий интересы

кредиторов. Не случайно суммарный объем всех эмитированных облигаций не должен превышать величину уставного капитала акционерного общества.

2. *Эмиссионная стоимость* — это цена продажи акций при их первичном размещении. Как правило, она не совпадает с номинальной стоимостью. В таком случае (когда эмиссионная стоимость выше номинальной стоимости) акционерное общество получает эмиссионный доход, определяемый по формуле:

$$\text{ЭД} = (\text{Э}_{\text{см}} - \text{Н}_{\text{см}}) \times \text{K}_{\text{оа}}, \quad (7.2)$$

где ЭД — эмиссионный доход; $\text{Э}_{\text{см}}$ — эмиссионная стоимость акции; $\text{Н}_{\text{см}}$ — номинальная стоимость акции; $\text{K}_{\text{оа}}$ — количество размещенных обыкновенных акций.

3. *Курсовая (рыночная) стоимость* — это цена, отражающая равновесие между совокупным спросом и совокупным предложением в определенном интервале времени (как результат котировки ценных бумаг на вторичном рынке — фондовой бирже).

4. *Ликвидационная стоимость* акции может быть установлена только в момент ликвидации общества. Она характеризует, какая часть стоимости активов (имущества) по ценам возможной реализации, оставшаяся после расчетов с кредиторами, приходится на одну обыкновенную акцию. Поскольку учетные цены активов могут существенно отличаться от их рыночных цен (под влиянием инфляции и конъюнктуры рынка), ликвидационная стоимость не совпадает с балансовой стоимостью.

5. *Выкупная стоимость* — это цена, указываемая на отзывных акциях (облигациях), т. е. сумма денежных средств, выплачиваемая акционерным обществом (предприятием) за приобретение им собственных акций и при досрочном погашении облигаций.

6. *Инвестиционная стоимость* — определяется как потенциальный доход от вложений в ценную бумагу (акцию) в рамках индивидуальных требований к финансовым инвестициям, предъявляемых конкретным инвестором с учетом его целей.¹

На практике существуют и иные виды оценок ценных бумаг, используемые при совершении различных сделок на финансовом рынке (дисконтированная, учетная, балансовая, страховая, залоговая, конвертационная стоимость).

В бухгалтерском учете финансовые вложения отражают по первоначальной стоимости. Первоначальной стоимостью финансовых вложений, приобретенных за плату, признают сумму фактических затрат предприятий на их приобретение, за исключением налога на добавленную стоимость и иных возмещаемых налогов.

К фактическим затратам на приобретение финансовых активов в качестве финансовых вложений относят:

- суммы, уплачиваемые продавцу в соответствии с договором;
- суммы, уплачиваемые юридическим и физическим лицам за информационные и консультационные услуги, связанные с принятием решений о приобретении финансовых активов;

¹ Формализованные алгоритмы расчета инвестиционной стоимости обыкновенных акций разработаны для трех случаев: дивиденды не меняются; дивиденды возрастают с постоянным темпом прироста; дивиденды возрастают с изменяющимся темпом прироста. — *Прим. автора.*

- вознаграждения, уплачиваемые посреднической фирме или иному лицу, через которое приобретены указанные активы;
- другие затраты, связанные с приобретением активов в качестве финансовых активов.

Первоначальная стоимость финансовых вложений, по которой они приняты к бухгалтерскому учету, может изменяться исходя из условий хозяйствования. Для целей последующей оценки финансовые вложения классифицируют на две группы:

- финансовые вложения, по которым можно установить текущую рыночную стоимость;
- финансовые активы, по которым их текущую рыночную стоимость не определяют.

В первом случае текущую рыночную стоимость финансовых вложений показывают в бухгалтерской отчетности на конец отчетного года с учетом ее корректировки на предыдущую отчетную дату. Указанную корректировку предприятие вправе осуществлять ежемесячно или ежеквартально. Разницу между оценкой финансовых вложений по текущей рыночной стоимости на отчетную дату и предыдущей оценкой предприятие относит на финансовые результаты.

Во втором случае финансовые вложения отражают в бухгалтерском учете и отчетности на каждую отчетную дату по первоначальной стоимости. По корпоративным облигациям, по которым не определяют текущую рыночную стоимость, предприятиям разрешено разницу между первоначальной и номинальной стоимостью в течение срока их обращения равномерно по мере причитающегося по ним дохода включать в состав операционных доходов и расходов.

По долговым ценным бумагам и предоставленным займам предприятие может составлять расчет их оценки по дисконтированной стоимости. В бухгалтерском учете эту оценку не показывают.

По своей экономической природе акции наиболее тесно связаны с производством. Они служат инструментом мобилизации и инвестирования временно свободных денежных средств предприятия. Приобретая акции эмитентов, инвесторы (юридические и физические лица) берут на себя ответственность за связанный с ними финансовый риск.

В результате биржевых колебаний уровень дивидендов по акциям может оказаться ниже дохода от альтернативных форм размещения свободных денежных средств (купонного процента по облигациям, депозитного банковского процента и др.). Чем выше норма дивиденда, тем дороже будет рыночная стоимость акции и тем весомее рейтинг акционерной компании на фондовом рынке. Однако при повышении банком нормы ссудного процента (например, по депозитным вкладам) курс акции понижается. Данную зависимость можно выразить формулой:

$$K_a = \frac{H_d}{СП} \times H_c, \quad (7.3)$$

где K_a — курс акции, руб.; H_d — норма дивиденда, %; $СП$ — ставка ссудного процента, %; H_c — номинальная стоимость акции, руб.

В случае убыточной работы предприятия (акционерного общества) дивиденды по обыкновенным акциям не выплачивают. Эффективность любых инвестиций устанавливают на базе сравнения эффекта (дохода) и затрат. В качестве затрат при оценке эффективности финансовых вложений выступают средства, инвестированные в различные финансовые активы. В качестве эффекта (дохода) принимают разницу между реальной стоимостью отдельных видов ценных бумаг и суммой средств, израсходованных на их приобретение. Поскольку доход от этих ценных бумаг может быть получен только в будущем периоде, то он должен быть оценен при сопоставлении с настоящей стоимостью. Таким образом, общая формула для оценки эффективности финансовых активов может быть следующей:

$$\mathcal{E}_{\text{фа}} = \frac{PC_{\text{фа}} - I_{\text{фа}}}{I_{\text{фа}}} \times 100, \quad (7.4)$$

где $\mathcal{E}_{\text{фа}}$ — эффективность вложения средств в финансовые активы (инвестиции), %; $PC_{\text{фа}}$ — реальная стоимость отдельных финансовых активов, приведенная к настоящей стоимости, руб.; $I_{\text{фа}}$ — сумма средств, инвестированных в отдельные финансовые активы, руб.

Разность $(PC_{\text{фа}} - I_{\text{фа}})$ представляет собой величину будущего дохода от финансовых активов. Поэтому окончательная формула имеет следующий вид:

$$\mathcal{E}_{\text{фа}} = (D_{\text{фа}}/I_{\text{фа}}) \times 100, \quad (7.5)$$

где $\mathcal{E}_{\text{фа}}$ — эффективность вложения средств в финансовые активы, %; $D_{\text{фа}}$ — величина будущего дохода; $I_{\text{фа}}$ — сумма средств, инвестированных в отдельные финансовые активы.

Реальную настоящую стоимость корпоративных ценных бумаг формируют под действием двух основных факторов:

- суммы будущего денежного потока от конкретного вида финансовых активов;
- величины дисконтной ставки, используемой при оценке настоящей стоимости будущего денежного потока.

В качестве будущего денежного потока по финансовым инвестициям выступает чистая прибыль, полученная от использования соответствующих финансовых активов. При формировании денежного потока по акциям наиболее стабильным его источником являются выплачиваемые по ним дивиденды. Исходя из условий обращения акций, жизненного цикла предприятия-эмитента, принятой дивидендной политики и других факторов возможна различная динамика уровня предлагаемых дивидендов в будущем периоде.

В связи с этим можно выделить следующие виды акций:

- со стабильным уровнем дивидендов (префакции);
- с постоянно возрастающим уровнем дивидендов;
- с нестабильным уровнем дивидендов.

По корпоративным облигациям сумма будущего денежного потока включает суммы поступлений процентов по этим долговым ценным бумагам и стоимость самого актива на момент его погашения. При этом возможны три варианта формирования будущего денежного потока:

- без выплаты процентов по долговой ценной бумаге; доход инвестора (кредитора) представляет собой разницу между объявленной выкупной ценой облигации и ценой ее приобретения;
- с периодической выплатой процентов по долговой ценной бумаге и погашением ее в конце предусмотренного срока;
- с выплатой всей суммы процентов при погашении облигации в конце предусмотренного срока; в данном случае проценты будут выплачены вместе с суммой, погашаемой долговой ценной бумагой в конце периода ее обращения.

Наряду с суммой будущего денежного потока по финансовым инвестициям реальную стоимость фондовых инструментов формируют под влиянием размера дисконтной ставки.

Использовать единую ставку дисконтирования вряд ли целесообразно, так как уровень риска по отдельным видам финансовых активов существенно колеблется. С учетом премии за инвестиционный риск процентная ставка, используемая при дисконтировании денежных потоков, должна дифференцироваться исходя из следующих параметров:

- средней ставки ссудного процента на кредитном рынке (общероссийском и региональных);
- прогнозируемого темпа инфляции в предстоящем периоде;
- премии за финансовый риск по конкретным видам эмиссионных ценных бумаг.

Ставку дисконтирования, как правило, характеризуют нормой текущей доходности. Первые два показателя (параметра) формируют норму текущей доходности по безрисковым финансовым активам (в частности, по облигациям внутреннего федерального и субфедеральных займов). Норму текущей доходности по государственным долговым обязательствам можно рассматривать как базу для последующей дифференциации дисконтной ставки по видам эмиссионных ценных бумаг. Норму текущей доходности по конкретному финансовому активу определяют как норму доходности по безрисковым вложениям, увеличенную на размер премии за финансовый риск (например, $8 + 6 = 14\%$). Уровень финансовых рисков (риск увеличения ставки ссудного процента, риск повышения предполагаемого темпа инфляции, риск неплатежа и др.) определяет степень их диверсификации по отдельным финансовым активам. Например, в США при оценке общего уровня риска по отдельным видам корпоративных ценных бумаг следует учесть, что риск потери капитала (вложенных в ценные бумаги средств) рассматривают как значительно более серьезный по своим финансовым последствиям, чем риск потери дохода по этим инвестициям. Поэтому общий уровень риска по правительственным облигациям, а также по облигациям наиболее известных корпораций оценивают по риску потери капитала.

Исходя из особенностей формирования денежных потоков и дифференцирования нормы текущей доходности применяют различные методы оценки реальной стоимости отдельных видов корпоративных ценных бумаг.

Оценка акций направлена прежде всего на выявление их текущей рыночной стоимости. Основные модели, используемые при формировании рыночной стоимости акций, следующие.

1. Модель оценки в течение неопределенного продолжительного времени имеет вид:

$$CA_1 = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{D_i}{(1+P_i)^i}, \quad (7.6)$$

где CA_1 — текущая рыночная стоимость акции, используемой неопределенное число лет; D_i — сумма дивидендов, которую инвестор ожидает получить в году t по акции i -го вида; P_i — норма текущей доходности по акции i -го вида, используемая как ставка дисконтирования в расчетах настоящей стоимости, доли единицы; ∞ — знак неопределенности.

Экономическое содержание данной модели заключается в том, что текущая рыночная стоимость акции, используемой неопределенное число лет, представляет собой сумму дивидендов по отдельным периодам, приведенную к настоящей стоимости по дисконтной ставке, равной норме текущей доходности по ней. Такая модель является идеальной, так как ни один инвестор не станет держать акции в собственном портфеле очень длительное время. Кроме того, сложно составить реальный прогноз получения дивидендов на длительный период.

2. Модель оценки текущей рыночной стоимости акций при их использовании в течение заранее предусмотренного срока имеет вид:

$$CA_2 = \sum_{i=1}^t \left[\frac{D_i}{(1+P_i)^i} + \frac{ЦP_i}{(1+P_i)^t} \right], \quad (7.7)$$

где CA_2 — текущая рыночная стоимость акции, используемой в течение заранее предусмотренного срока; D_i — сумма дивидендов, которую инвестор ожидает в году t по акции i -го вида; $ЦP_i$ — прогнозируемая рыночная цена реализации акции i -го вида в конце периода ее эксплуатации; P_i — норма текущей доходности акции i -го вида, доли единицы; t — число лет использования акции.

Основу первых двух моделей оценки текущей рыночной стоимости акций составляет дисконтированная сумма дивидендов, ожидаемая к получению в предстоящем периоде. При этом сумма ежегодных дивидендов может оставаться стабильной или равномерно увеличивается по отдельным периодам. Оценка стоимости акций носит в данном случае дифференцированный характер.

3. Модель оценки текущей рыночной стоимости акций с постоянными дивидендами имеет вид:

$$CA_3 = D/P, \quad (7.8)$$

где CA_3 — текущая рыночная стоимость акции с постоянным дивидендом; D — годовая сумма постоянного дивиденда; P — норма текущей доходности данного типа, доли единицы.

4. Модель оценки текущей рыночной стоимости акций с постоянно возрастающими дивидендами (модель М. Гордона) выражают формулой:

$$CA_4 = \frac{D_0 \times (1+K)}{P-K}, \quad (7.9)$$

где CA_4 — текущая рыночная стоимость акции с постоянно возрастающими дивидендами; D_0 — сумма последнего уплаченного дивиденда; P — норма текущей до-

ходности акции данного типа, доли единицы; K — темп роста дивидендов, доли единицы.

Данную формулу наиболее часто используют зарубежные инвесторы для расчета действительной стоимости акций.

5. Модель оценки текущей рыночной стоимости акций с изменяемой суммой дивидендов имеет следующий вид:

$$CA_5 = \frac{D_1}{1+P} + \frac{D_2}{1+P} + \frac{D_3}{1+P} + \dots + \frac{D_t}{1+P}, \quad (7.10)$$

где CA_5 — текущая рыночная стоимость акции с изменяемой суммой дивидендов; D_t — сумма дивидендов, прогнозируемая в период t ; P — норма текущей доходности акций данного типа, доли единицы; t — число прогнозируемых лет.

Доходность акций вычисляют в следующем порядке.

Дивидендная норма доходности акции рассчитывается по формуле:

$$D_{нд} = (\Sigma D / H_{ca}) \times 100, \quad (7.11)$$

где $D_{нд}$ — дивидендная норма доходности по акции, %; ΣD — сумма дивиденда по акции; H_{ca} — номинальная стоимость акции.

Текущая норма доходности акции вычисляется по следующей формуле:

$$T_{нд} = (\Sigma D / C_n) \times 100, \quad (7.12)$$

где $T_{нд}$ — текущая норма доходности акции, %; ΣD — сумма дивиденда по акции; C_n — цена приобретения акции.

Конечная доходность акции определяется по формуле:

$$K_{нд} = \frac{D_t + (C_o - C_1)}{C_1} \times 100, \quad (7.13)$$

где $K_{нд}$ — конечная норма доходности акции, %; D_t — величина выплаченных дивидендов за период времени t , руб.; C_o — цена покупки акции, руб.; C_1 — цена продажи акции, руб.; $(C_o - C_1)$ — изменение курсовой стоимости акции, руб.

Указанные модели оценки реальной рыночной стоимости и доходности акций используют для их отбора и включения в фондовый портфель.

Базовая модель оценки стоимости облигаций имеет следующий вид:

$$C_{om} = \sum_{i=1}^t \left[\frac{ПО_i}{(1+P)^i} + \frac{НО_i}{(1+P)^t} \right], \quad (7.14)$$

где C_{om} — текущая рыночная стоимость корпоративной облигации, руб.; $ПО_i$ — ежегодная сумма процента по облигации i -го вида, которую выражают произведением номинала на объявленную ставку процента; $НО_i$ — номинальная стоимость облигации i -го вида, подлежащая погашению в конце периода ее обращения; P — норма текущей доходности, используемая как дисконтная ставка в расчетах настоящей стоимости, доли единицы; t — число лет (периодов), остающихся до погашения облигации.

Экономическое содержание данной модели оценки облигации заключается в том, что ее текущая рыночная стоимость равна сумме всех процентных поступлений за остающейся период обращения и номинала, дисконтированных по норме текущей доходности для данного вида облигаций.

На практике оценивают различные типы корпоративных облигаций: с нулевым купоном, бессрочные облигации, безотзывные облигации с постоянным доходом, отзывные облигации с постоянным доходом и др. Методики подобной оценки приводятся в изданиях по финансовому и инвестиционному менеджменту, оценке бизнеса и ценным бумагам.

Наряду с оценкой текущей рыночной стоимости облигаций перед инвестором возникает проблема определения их ожидаемой доходности (при различных условиях выпуска). Прогноз доходности корпоративных облигаций осуществляют на основе специальных финансовых расчетов с использованием доходного, затратного и сравнительного подходов.

7.6. Типы портфелей ценных бумаг и инвестиционных стратегий

Портфельная стратегия предприятия (корпорации) предполагает включение в инвестиционный портфель максимального количества ценных бумаг. Она тесно взаимосвязана с общими направлениями развития фондового рынка. В условиях активизации финансовых операций на вторичном рынке вопросы формирования портфеля ценных бумаг особенно актуальны, так как позволяют обеспечить конкретные интересы инвесторов.

Под инвестиционным портфелем понимают совокупность принадлежащих предприятию-инвестору ценных бумаг различного срока погашения, с неодинаковой доходностью и ликвидностью.

Теория портфеля предполагает построение инвестиционной программы, которая позволяет предприятию при имеющихся в его распоряжении свободных денежных средствах получить ожидаемый доход при минимальном уровне риска. Эффективным считают портфель, обеспечивающий наибольшую доходность (прибыльность) при данном уровне риска или наименьший риск при требуемой доходности.

Допустимое множество портфелей включает в себя все портфели, которые можно сформировать исходя из имеющегося набора финансовых инструментов (акций, облигаций и др.).

Оптимальный для инвестора портфель определяют как точку пересечения эффективного множества портфелей с наиболее высокой кривой безразличия конкретного инвестора. Кривая безразличия проявляется в выборе параметров функции, раскрывающей взаимосвязь между риском и доходностью портфеля (рис. 7.2).

Инвестиционный портфель формируют на основе диверсификации (разнообразия) включаемых в него финансовых инструментов. Это означает, что чем большее количество ценных бумаг входит в портфель, тем меньше изменится его общая стоимость в случае падения курса (цены) одной из составляющих (например, обыкновенных акций). И наоборот, чем меньше число видов ценных бумаг включено в портфель, тем более высокий доход в общем объеме даст рост одного из них.

Конкретные портфели могут иметь:

- односторонний целевой характер;
- сбалансированный характер, если в портфеле аккумулируют ценные бумаги, приобретенные для решения различных задач, и в целом его содержание соответствует балансу целей, которых придерживается инвестор;

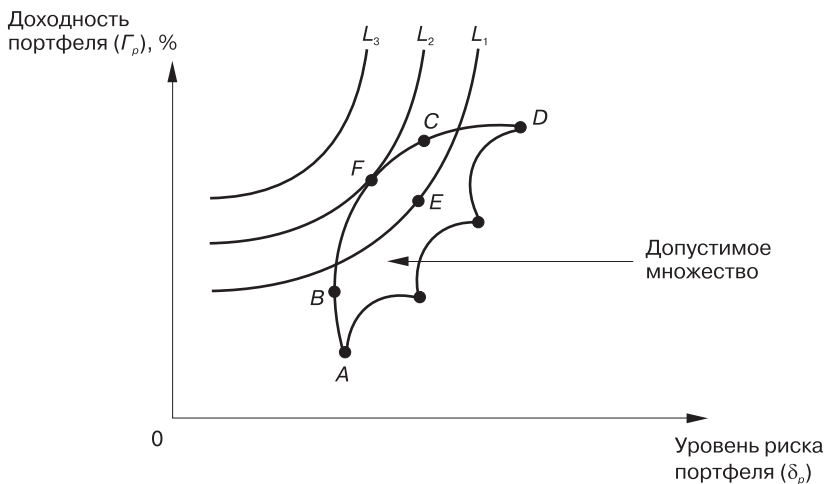


Рис. 7.2. Графическое представление оптимального портфеля

Примечание. L_1, L_2, L_3 — кривые безразличия. Портфель F является наиболее оптимальным из всех остальных, что показано на кривой L_2 . На кривой L_1 имеется несколько оптимальных портфелей, которые может выбрать инвестор (например, E). На кривой L_3 допустимого множества портфелей не существует.

- бессистемный характер, если на российском фондовом рынке приобретение ценных бумаг происходит хаотично без четко выраженной цели и если портфель имеет разрозненный вид, и в этом случае риски владельца портфеля особенно велики.

Портфель может состоять из ценных бумаг одного или нескольких видов, а также изменять свой состав и структуру путем замещения одного вида финансовых активов другими. С учетом видов ценных бумаг (акций, облигаций, векселей, депозитных сертификатов на срок и др.) инвестор формирует свой инвестиционный портфель, соблюдая определенный баланс между сложившимся на фондовом рынке уровнем доходности и риска за каждый период времени (декада, месяц, квартал).

Тип портфеля — это обобщающая характеристика портфеля с учетом задач, стоящих перед ним в целом или отдельными видами ценных бумаг, включенных в его состав.

На практике существует следующая классификация портфелей: роста, дохода, рискованного капитала, сбалансированные стабильного роста дохода и капитала, краткосрочных финансовых активов, долгосрочных ценных бумаг с фиксированным доходом, специализированный, региональные и отраслевые.

Портфель роста ориентирован на акции тех эмитентов, которые быстро увеличивают свою курсовую стоимость на вторичном фондовом рынке (например, акции предприятий топливно-энергетического комплекса). Цель создания такого портфеля — увеличение капитала инвестора. Владельцу подобного портфеля в данный период времени дивиденды могут быть выплачены в небольшом размере с расчетом на будущий высокий доход.

Портфель дохода предназначен для получения высокого текущего дохода (в форме дивидендов и процентов). Отношение стабильно выплачиваемого дохода к курсовой стоимости ценных бумаг, входящих в данный портфель, значительно выше среднерыночного уровня. При этом курсовая стоимость ценных бумаг растет быстрее, чем увеличивается доход по ним (в форме дивиденда или процента).

Портфель рискованного капитала состоит из акций молодых компаний «агрессивного» типа, выбравших стратегию быстрого расширения производства продукции (товаров, работ и услуг) на базе новейших технологий. Акции таких предприятий обещают инвестору высокий доход в будущем периоде.

Портфель краткосрочных финансовых активов формируют исключительно из высоколиквидных ценных бумаг, которые могут быть быстро реализованы в целях получения наличных денежных средств. Они являются своеобразным финансовым резервом предприятия. На фондовом рынке России такие финансовые активы практически отсутствуют, исключение — депозитные сертификаты до востребования, которые являются инструментом денежного рынка.

Портфель долгосрочных ценных бумаг с фиксированным доходом ориентирован исключительно на частные долгосрочные облигации со сроком погашения свыше трех лет. Сбалансированный портфель состоит из множества видов и типов (разновидностей) ценных бумаг с неодинаковыми сроками обращения. Его цель: обеспечение регулярности поступления доходов по различным финансовым инструментам. Специализированный портфель означает ориентацию вложений инвестора в специальные финансовые активы (облигации субфедеральных займов и т. д.).

Региональные и отраслевые портфели включают в себя ценные бумаги, выпускаемые исполнительными органами власти субъектов Российской Федерации, а также ценные бумаги предприятий-эмитентов, представляющих данную конкретную отрасль экономики и обеспечивающих высокую доходность по ним (например, электроэнергетику, черную и цветную металлургию, машиностроение и пр.).

Портфель иностранных ценных бумаг предусматривает вложение денежных средств только в финансовые инструменты зарубежных акционерных компаний (корпораций), составляющих основу инвестиционного портфеля. В России такие фондовые портфели практически отсутствуют.

По соотношению уровня риска и дохода портфели классифицируют на следующие виды:

- 1) портфель агрессивного инвестора. Целью его формирования является получение максимального дохода при высоком уровне риска. Для этого выбирают ценные бумаги, курс которых существенно изменяется в результате колебания рыночной конъюнктуры;
- 2) портфель умеренного инвестора позволяет при заданном уровне риска получить приемлемый доход;
- 3) портфель консервативного инвестора предусматривает минимальный уровень риска при использовании надежных, но медленно растущих по курсовой стоимости ценных бумаг. Гарантии получения дохода не вызывают сомнения, но его сроки растянуты во времени.

В настоящее время различные портфельные стратегии получили широкое распространение на фондовом рынке России. Большинство акционерных предприя-

тий (обществ) используют их для работы с частными инвесторами (из-за слабого развития рынка услуг по доверительному управлению портфелем).

Портфельные инвестиции связаны с формированием портфеля и выражают приобретение ценных бумаг, которые удовлетворяют интересы конкретных инвесторов. Главное условие формирования портфеля заключается в достижении наиболее рационального соотношения между уровнем риска и дохода. Чтобы добиться реализации данного условия, необходимо соблюдать ряд важных принципов.

1. Принцип обеспечения реализации инвестиционной стратегии. Он определяет соответствие между целями стратегии акционерного предприятия (общества) и его инвестиционным портфелем. Необходимость такой увязки вызывается преемственностью краткосрочного и долгосрочного прогнозирования инвестиционной деятельности. При этом задачи краткосрочного планирования состава и структуры портфеля подчиняют долгосрочным стратегическим целям.
2. Принцип обеспечения соответствия портфеля инвестиционным ресурсам, т. е. денежным средствам, которые можно вложить в фондовый портфель. Данный принцип предполагает сохранение финансовой устойчивости и платежеспособности предприятия. Реализация этого принципа на практике определяет ограниченность отбираемых в портфель финансовых активов рамками возможного их финансирования.
3. Принцип оптимизации соотношения доходности и риска позволяет установить необходимые пропорции между данными параметрами исходя из приоритетных целей инвестора. Реализация данного принципа достигается путем диверсификации объектов инвестирования.
4. Принцип соотношения доходности и ликвидности выражает определенные соотношения между этими показателями. Данный принцип должен обеспечивать финансовое равновесие, платежеспособность и ликвидность баланса акционерного предприятия (общества) в краткосрочном периоде.
5. Принцип обеспечения управляемости фондовым портфелем. Он определяет приоритетность отбираемых в портфель финансовых активов границами имеющихся у инвестора денежных ресурсов. При недостаточной отдаче финансовых инструментов целесообразно реинвестировать вложенные в них денежные средства в более доходные виды ценных бумаг.

Формирование инвестиционного портфеля акционерного общества с учетом указанных принципов осуществляют в определенной логической последовательности. Основные этапы формирования фондового портфеля приведены на рис. 7.3.

В работе по созданию данного портфеля целесообразно учитывать фактор необходимости переоценки стоимости акций, обусловленный нестабильностью конъюнктуры на фондовом рынке, а также финансового состояния акционерных обществ. Федеральная служба по финансовому рынку России разработала минимальные стандарты, раскрываемые эмитентами в проспектах эмиссии и отчетах о ценных бумагах, дающих представление о пороге безопасности и способности эмитентов выполнять финансовые обязательства перед потенциальными инвесторами и кредиторами. Эти стандарты используют финансовые аналитики для

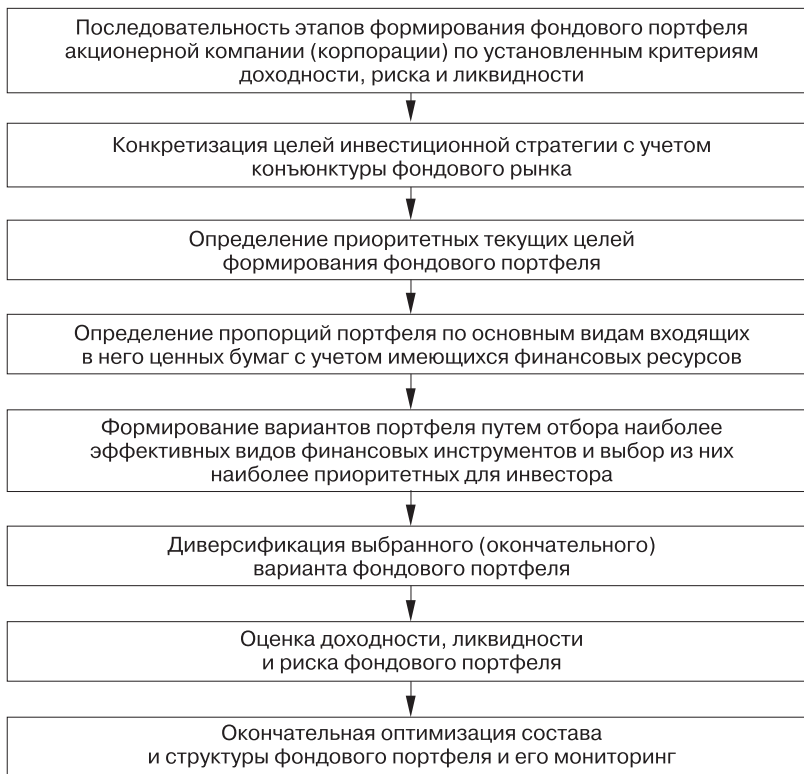


Рис. 7.3. Важнейшие этапы формирования фондового портфеля акционерной компании (корпорации)

установления того минимального уровня, выше которого эмиссионные ценные бумаги можно считать привлекательными для потенциальных покупателей.

Таковыми стандартными показателями могут быть:

- обеспечение процентных платежей (процентное покрытие);
- способность эмитентов погашать задолженность по облигационным займам (включая начисленные проценты) кредиторам;
- отношение долгосрочного займа по корпоративным облигациям к акционерному капиталу и активам эмитента;
- доля акционерного капитала в собственном капитале и активах эмитента;
- соотношение между оборотными активами и краткосрочными обязательствами эмитента — коэффициент общей платежеспособности (рекомендуемое значение 1–2).

Определив инвестиционные качества ценных бумаг эмитента, инвестор (или по его поручению финансовый аналитик) обязан также оценить другие важные параметры:

- соотношение между доходностью и рыночной ценой акции;
- пригодность финансового актива для реализации целей портфеля;

- выгодность конвертируемости облигаций в акции эмитента;
- налоговый аспект предстоящей покупки ценных бумаг;
- возможные изменения средней ставки банковского процента на кредитном рынке;
- порядок получения доходов по эмиссионным ценным бумагам и методику их определения и т. д.

После совершения покупки финансовых активов и включения их в фондовый портфель целесообразно регулярно (не реже одного раза в месяц) осуществлять финансовый анализ состава и структуры портфеля, а также предприятий-эмитентов (по данным раскрываемой ими информации).

7.7. Концептуальный подход к управлению фондовым портфелем акционерной компании (корпорации)

В условиях формирования российского рынка ценных бумаг целесообразно определить методологический подход к управлению портфелем финансовых активов акционерных компаний (корпораций). Акционерное общество вправе привлекать денежные средства за счет эмиссии ценных бумаг (пассивные операции) и вкладывать привлеченные средства в высокодоходные внеоборотные и оборотные активы (активные операции). Цель таких операций — увеличение акционерного капитала и получение дополнительной прибыли.

Если вложения в ценные бумаги и привлеченные с их помощью денежные средства составляют множество позиций и включают ряд партнеров акционерного общества, то возникает проблема управления такими активами и пассивами как единым целым в рамках фондового портфеля.

Портфель ценных бумаг на финансовом рынке выступает как самостоятельный товар. Его продажа целиком или долями удовлетворяет стремление инвесторов получить дополнительный доход от своих вложений. Для определения наиболее эффективных методов управления портфелем необходимо проводить четкое разграничение между типами портфелей и входящими в их состав финансовыми активами. Как правило, все фондовые портфели должны содержать денежную составляющую в форме национальной валюты или инструментов денежного рынка (не менее 10% его общего объема), что повышает их ликвидность.

На практике портфель ценных бумаг крупного инвестора является только частью его финансовых вложений. Часть финансовых активов инвестора, вложенная в ценные бумаги (частные или государственные) и ориентированная на долговременное повышение их стоимости и доходности, составляет фондовый портфель (аналог: портфель ценных бумаг, инвестиционный портфель).

В портфель можно включать ценные бумаги одного типа (обыкновенные акции) или нескольких типов (префакции, корпоративные облигации, государственные облигации, векселя, срочные депозитные сертификаты, залоговые свидетельства, страховые полисы и др.).

Формируя портфель, инвестор исходит из выбранной им инвестиционной стратегии и стремится добиться того, чтобы он был доходным, безопасным и ликвидным. Важнейшие критерии формирования такого портфеля — это доходность, надежность, ликвидность и рост курсовой стоимости входящих в него эмиссион-

ных ценных бумаг. Под надежностью (безопасностью) финансовых инвестиций понимают страхование от возможных рисков и стабильность получения дохода. Безопасность фондового портфеля достигается в ущерб доходности и росту вложенный капитала. Зависимость между этими параметрами представлена на рис. 7.4.

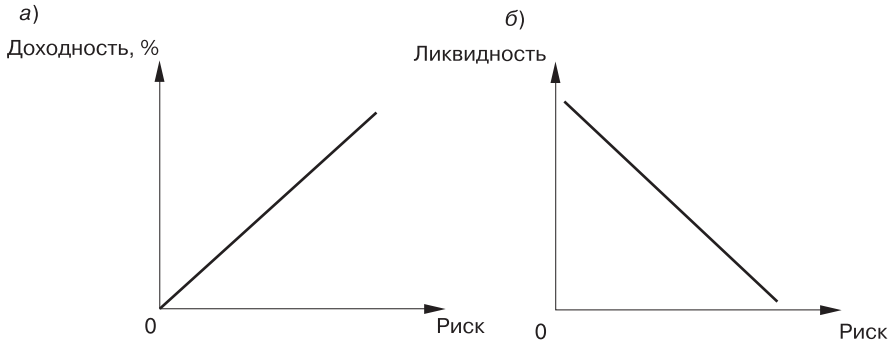


Рис. 7.4. Зависимость доходности (а) и ликвидности (б) эмиссионных ценных бумаг от уровня риска

Общая тенденция, складывающаяся на фондовом рынке, следующая: по мере снижения риска, характерного для данной ценной бумаги, растет ее ликвидность и падает доходность. Ни одна эмиссионная ценная бумага не наделена всеми перечисленными свойствами одновременно, поэтому целесообразно выбирать «золотую середину» между приемлемым уровнем доходности и риска. Если ценная бумага безопасна, то ее доходность будет низкой и покупатель будет предлагать за нее реальную цену. Уровень риска финансовых инструментов, входящих в фондовый портфель, измеряют с помощью бета-коэффициента, дисперсии, среднеквадратического отклонения и другими способами.

Процедура управления фондовым портфелем предполагает:

- отбор ценных бумаг, включаемых в данный портфель;
- финансовый анализ состава и структуры фондового портфеля по общепринятым критериям;
- регулирование содержания фондового портфеля для достижения целей его владельца при обеспечении минимальных затрат на создание данного портфеля;
- реинвестирование высвобождающихся денежных средств от продажи неэффективных финансовых инструментов.

Цели портфельного инвестирования в зарубежных компаниях (корпорациях) можно сформулировать следующим образом:

- получение оптимального дохода (в форме дивиденда, процента, дисконта);
- сохранение акционерного капитала;
- обеспечение прироста капитала на основе увеличения курсовой стоимости ценных бумаг.

Данные цели могут быть альтернативными и соответствовать различным типам инвестиционного портфеля. Например, если ставится цель получения высо-

кого уровня дохода, то предпочтение отдают «агрессивному» типу фондового портфеля, состоящего из низколиквидных и высокорисковых ценных бумаг «молодых» компаний, способных принести высокий доход в будущем. Наоборот, если наиболее важным предпочтением для инвестора является обеспечение сохранности и увеличение стоимости капитала, то в фондовый портфель включают высоколиквидные и достаточно доходные ценные бумаги, которые эмитированы известными акционерными компаниями (корпорациями).

В условиях нестабильной экономики современной России методы управления фондовым портфелем видоизменяются (главными из них являются: операции по увеличению номинальной стоимости акций или их размещению среди акционеров за счет стоимости собственных активов, консолидации и дробления финансовых активов, конвертации облигаций в акции и др.) и может выглядеть, например, следующим образом:

- сохранение и увеличение капитала в отношении ценных бумаг с растущей курсовой стоимостью;
- приобретение ценных бумаг, которые по условиям обращения могут заменить денежную наличность (векселя);
- доступ через приобретение ценных бумаг к дефицитной продукции, энергоресурсам, недвижимости, имущественным правам и др.;
- расширение сферы влияния и перераспределение собственности, создание холдингов, финансово-промышленных групп и иных предпринимательских структур;
- спекулятивная игра на колебаниях курса ценных бумаг в условиях нестабильности фондового рынка;
- производные цели (зондирование рынка, страхование от излишних рисков путем приобретения облигаций федерального и субфедеральных займов с фиксированным доходом, заключение срочных контрактов на фондовой бирже и др.).

К портфелю ценных бумаг предъявляют определенные требования.

Во-первых, выбор оптимального фондового портфеля можно формировать на основе двух возможных вариантов:

- портфель, ориентированный на первоочередное получение дохода за счет выплаты дивидендов и процентов;
- портфель, ориентированный на преимущественный прирост курсовой стоимости входящих в него ценных бумаг.

Во-вторых, установление наиболее выгодного сочетания доходности и риска портфеля, т. е. удельного веса ценных бумаг с различным уровнем дохода и риска. Данную задачу решают с учетом общего правила, действующего на фондовом рынке: чем более высокий потенциальный риск имеет финансовый актив, тем более весомый доход он должен приносить владельцу, и наоборот. К наиболее рискованным ценным бумагам на фондовом рынке России относят обыкновенные акции предприятий (акционерных обществ) в промышленности, строительстве, торговле и т. п. Исключение из общего правила составляют акции компаний — эмитентов топливно-энергетического комплекса, связи, телекоммуникаций, черной и цветной металлургии.

В-третьих, оценку ликвидности фондового портфеля рассматривают в двух аспектах:

- как способность быстрой трансформации всего портфеля или его части в денежные средства (с минимальными расходами на реализацию ценных бумаг);
- как способность предприятия своевременно погашать свои обязательства перед кредиторами, которые участвовали в формировании ценных бумаг (например, перед владельцами корпоративных облигаций).

В данном случае приоритетное значение имеет вопрос о соответствии сроков и источников привлечения средств сформированным на их основе вложениям в финансовые активы. Несовпадение сроков между источниками получения средств и вложений в ценные бумаги, невозможность быстро продать последние на фондовом рынке приводят, как правило, к неплатежеспособности предприятия, и прежде всего по обязательствам его облигационного займа (например, если средства, полученные от продажи облигаций, были направлены на приобретение обыкновенных акций других эмитентов). Данное положение имеет принципиальное значение для инвестиционных фондов и компаний, осуществляющих только операции с ценными бумагами.

В-четвертых, первоначальный состав портфеля и его возможные изменения устанавливаются с учетом конъюнктуры фондового рынка (спроса и предложения на ценные бумаги). Большое значение для оценки его конъюнктуры имеют фундаментальный и технический анализ.

Отличительная черта фундаментального анализа заключается в изучении существа происходящих на рынке глубинных процессов, ориентированность на установление основных причин, определяющих экономическую ситуацию путем выявления сложных взаимосвязей между различными явлениями.

В отличие от фундаментального основными аспектами технического анализа служат предположения о том, что:

- любые изменения внешних факторов сказываются на динамике цен;
- динамика цен на финансовые инструменты подчинена определенным закономерностям, которые могут носить устойчивый характер;
- на базе исследования данных о реально сложившихся курсах эмиссионных ценных бумаг можно спрогнозировать их будущее движение.

Технический анализ (с применением графиков) используют для решения трех задач:

- предсказания уровня цен;
- нахождения подходящего момента времени для приобретения или продажи ценных бумаг;
- контроля за достоверностью и полнотой результатов фундаментального анализа.

Принимая во внимание состав и структуру фондового портфеля, инвестор может быть агрессивным, умеренным или консервативным.

Агрессивный инвестор стремится получить максимальный доход от своих вложений, поэтому приобретает акции известных компаний (корпораций).

Консервативный инвестор покупает главным образом государственные и муниципальные облигации, депозитные и сберегательные сертификаты, имеющие

небольшой уровень риска, но приносящие невысокий доход. Промежуточное положение между ними занимает умеренный инвестор, стремящийся реально оценить ситуацию на фондовом рынке. Примерная структура инвестиционного портфеля различных инвесторов приведена в табл. 7.2.

Таблица 7.2
Примерная структура фондового портфеля различных инвесторов, %

Виды ценных бумаг	Фондовый портфель		
	агрессивного инвестора	умеренного инвестора	консервативного инвестора
Акции	60	35	10
Государственные долговые обязательства (облигации)	20	35	50
Корпоративные облигации	10	15	20
Краткосрочные ценные бумаги со сроком обращения до года	10	15	20
Всего	100	100	100

В-пятых, выбор технологии дальнейшего управления фондовым портфелем. На практике возможны следующие процедуры.

1. Каждому виду ценных бумаг отводят определенный фиксированный удельный вес в фондовом портфеле, который стабилен в течение некоторого времени (недели, месяца, квартала). Поскольку на фондовом рынке происходят периодические колебания курсовой стоимости ценных бумаг, целесообразно своевременно пересматривать состав портфеля, чтобы сохранить первоначально выбранные соотношения между отдельными видами финансовых инструментов.
2. Инвестор (держатель фондового портфеля) придерживается гибкой шкалы удельных весов приоритетных ценных бумаг в составе портфеля. Первоначально его формируют из определенных весовых соотношений между финансовыми инструментами. В последующем эти весовые соотношения корректируют исходя из результатов технического анализа деловой ситуации на фондовом рынке и ожидаемых изменений характера спроса и предложения ценных бумаг.
3. Инвестор активно использует опционные и фьючерсные контракты для корректировки состава портфеля в благоприятном для себя направлении в части изменения цен на финансовые активы.

В процессе инвестиционной деятельности могут меняться цели инвестора, что приводит к необходимости корректировки состава портфеля. Обновление портфеля сводится к пересмотру соотношения между доходностью и риском входящих в него финансовых активов.

Эмиссионную ценную бумагу продают, если она:

- не принесла требуемого инвестору дохода и не ожидается его роста в будущем;
- не выполнила возложенной на нее функции;
- появились более доходные сферы вложения временно свободных денежных средств.

Принятие решений о продаже отдельных видов финансовых активов — одна из распространенных форм оперативного управления инвестиционным портфелем.

Портфель ценных бумаг требует более частой корректировки в силу непрерывного изменения конъюнктуры на фондовом рынке. Подготовку и принятие таких решений целесообразно осуществлять не реже двух раз в квартал отдельно по акциям и облигациям. Решение о продаже финансовых инструментов принимают в том случае, если значение нормы текущей доходности фондового портфеля (P) соответствует следующему:

$$P \leq \bar{D}_c + P_l + P_p, \quad (7.15)$$

где \bar{D}_c — средняя депозитная ставка процента (с учетом фактора инфляции), %; P_l — уровень премии за низкую ликвидность с учетом срока погашения конкретного вида долгосрочных ценных бумаг, %; P_p — уровень премии за инвестиционный риск с учетом кредитного рейтинга эмитента, %.

При решении вопроса о проведении реструктуризации инвестиционного портфеля одновременно рассматривают возможность реинвестирования высвобождаемого капитала.

Важнейшие факторы, снижающие эффективность инвестиций в акции эмитентов, следующие:

- изменение дивидендной политики в направлении уровня выплачиваемых дивидендов;
- снижение значения показателя, характеризующего соотношение цены и доходности;
- значительное превышение рыночной цены над реальной стоимостью акции;
- снижение уровня ликвидности отдельных видов акций;
- ожидаемый спад в отрасли, в которой осуществляет свою деятельность эмитент;
- прогнозируемое увеличение системного риска на фондовом рынке;
- повышение уровня налогообложения к акциям;
- рост депозитной ставки банковского процента по сравнению с нормой дивиденда по акции и др.

К основным причинам, снижающим эффективность инвестиций в корпоративные облигации, относятся:

- рост ссудного процента на кредитном рынке (в форме повышения средней ставки депозитного процента);
- рост темпа инфляции в более высоких параметрах, чем в предыдущем периоде, что приводит к обесценению номинальной стоимости облигаций и выплачиваемых по ним процентов;
- снижение кредитного рейтинга эмитента, что вызывает падение рыночной цены его облигаций и создает дополнительные проблемы с их ликвидностью;
- снижение размера выкупного фонда эмитента, приводящее к негативным последствиям в котировке облигаций при наступлении срока их погашения, и т. п.

Проблема продажи эмиссионных ценных бумаг возникает в том случае, если результаты прогноза владельца фондового портфеля подтверждают негативное развитие в будущем периоде одного из перечисленных факторов.

В случае приобретения ценных бумаг одного эмитента инвестору необходимо исходить из принципа финансового левеиджа, который выражает соотношение между корпоративными облигациями, с одной стороны, и привилегированными и обыкновенными акциями — с другой. Финансовый левеидж вычисляют по формуле:

$$\PhiЛ = (K_o)/(P_a + O_a), \quad (7.16)$$

где $\PhiЛ$ — финансовый левеидж, коэффициент; K_o — сумма эмиссии корпоративных облигаций; P_a — сумма эмиссии привилегированных акций; O_a — сумма эмиссии обыкновенных акций.

Финансовый левеидж является показателем финансовой устойчивости акционерного общества, что отражается на уровне доходности его собственного капитала через величину чистой прибыли. Высокий уровень данного параметра (свыше 0,5, или 50%) опасен для предприятия-эмитента, так как приводит к его нестабильности.

Это связано с тем, что проценты по облигационным займам выплачивают из прибыли до налогообложения (их отражают в составе операционных расходов), а дивиденды по акциям из чистой прибыли — после налогообложения. Чрезмерная выплата процентов по облигационным займам понижает не только налогооблагаемую, но и чистую прибыль предприятия.

Распространенным способом снижения риска потерь инвестора от управления фондовым портфелем служит диверсификация портфеля, т. е. приобретение им различных видов ценных бумаг. Риск существенно снижается, когда финансовые активы предприятия распределены между многими видами ценных бумаг.

Диверсификация понижает риск за счет того, что возможные низкие доходы по одним ценным бумагам будут компенсированы высокими доходами по другим финансовым инструментам. Минимизация риска достигают за счет включения в фондовый портфель ценных бумаг эмитентов широкого круга отраслей хозяйства. Отдельные специалисты оценивают оптимальную величину фондового портфеля от 8 до 12 различных видов ценных бумаг (рис. 7.5).

При большем количестве их видов (> 12) фондовый портфель становится трудно управляемым, так как возникает эффект излишней диверсификации. Последний приводит к таким негативным последствиям, как:

- приобретение недостаточно надежных ценных бумаг;
- рост затрат инвестора на изучение фондового рынка (фундаментальный и технический анализ);
- высокие издержки по приобретению мелких пакетов ценных бумаг и др.

Затраты по управлению излишне диверсифицированным портфелем не принесут его владельцу ожидаемого результата, так как доходность портфеля вряд ли будет возрастать более высокими темпами, чем издержки по управлению им.

Необходимо отметить, что в сравнении с портфелем реальных инвестиционных проектов портфель ценных бумаг имеет ряд преимуществ, например:

- более высокую его ликвидность и управляемость как непосредственным владельцем, так и через доверительное управление;
- возможность (при определенных условиях) достичь необходимого уровня доходности при минимизации риска вложений;

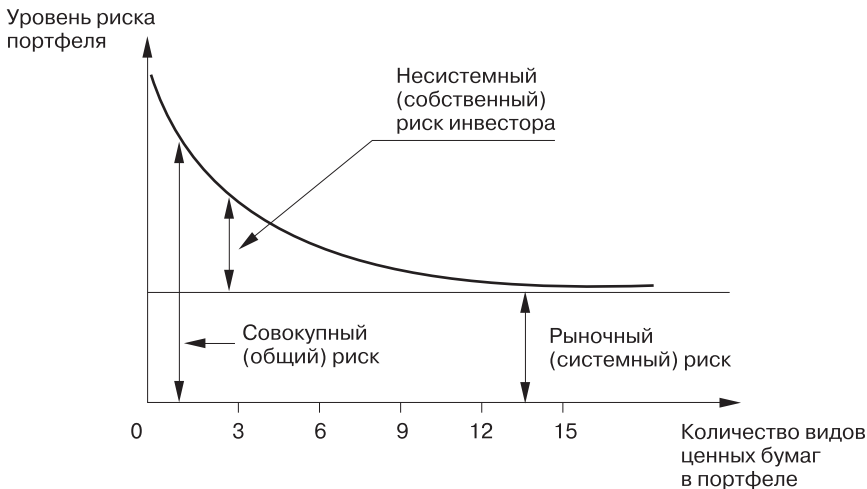


Рис. 7.5. Зависимость риска фондового портфеля от количества включенных в него видов финансовых инструментов

Примечание. Уровень риска портфеля измеряют с помощью бета-коэффициента, дисперсии, стандартного отклонения.

- возможность создания вторичных финансовых резервов путем включения в фондовый портфель краткосрочных финансовых активов, которые можно быстро преобразовать в наличные денежные средства.

К недостаткам портфельного инвестирования можно отнести:

- значительный уровень риска при вложении денежных средств в акции и облигации «молодых» и малоизвестных средних компаний (он часто распространяется не только на доход, но и на весь инвестируемый капитал);
- отсутствие во многих случаях возможности реального воздействия на доходность фондового портфеля (кроме варианта реинвестирования в более доходные финансовые активы);
- недостаточная инфляционная защищенность данного портфеля;
- ограниченная возможность выбора отдельных видов ценных бумаг для инвестирования в российских условиях.

Формирование портфеля ценных бумаг для большинства инвесторов целесообразно осуществлять только в тех случаях, когда у них недостаточно эффективных проектов реального инвестирования или когда негативная конъюнктура на рынке инвестиционных товаров не позволяет реализовать реальные проекты. Для институциональных инвесторов (в первую очередь для инвестиционных фондов, коммерческих банков, страховых организаций и др.) создание эффективного и сбалансированного фондового портфеля является приоритетной задачей.

7.8. Оценка доходности фондового портфеля

Формируя фондовый портфель, его владелец должен иметь представление об инвестиционных качествах ценных бумаг. Их оценивают посредством методов фун-

даментального и технического анализа. Основная цель такой оценки — это выявление среди множества ценных бумаг той их части, в которую можно вложить свои денежные средства, не подвергая их высокому финансовому риску.

На практике существует прямая зависимость между доходностью и уровнем риска эмиссионных ценных бумаг. По степени риска минимальный его уровень имеют вложения в денежные активы, но они наименее доходны и подвержены обесцениванию в результате инфляции. Вторыми по степени минимизации риска являются государственные облигации и ценные бумаги коммерческих банков. Третьи по степени риска — вложения в корпоративные облигации, за ними следуют акции известных акционерных компаний типа РАО «ЕЭС России», РАО «Газпром», РАО НК «Лукойл», РАО «Роснефть» и др. Четвертыми являются финансовые инвестиции в акции других акционерных предприятий, не относящихся к топливно-энергетическому комплексу.

Акционерные предприятия (общества) и негосударственные финансовые посредники получают следующие доходы по ценным бумагам:

- дивиденды и проценты в форме текущих выплат по ним;
- доходы от увеличения курсовой стоимости финансовых активов, находящихся в фондовом портфеле (реализуются при их перепродаже на организованном фондовом рынке в виде разницы между ценой продажи и ценой покупки);
- премии и разницы при вложении денежных средств в производные финансовые инструменты (опционы и фьючерсы);
- комиссионные вознаграждения, возникающие при управлении портфельными инвестициями в порядке доверительного управления, при размещении эмиссионных ценных бумаг первых выпусков и др.

Соотношение между указанными видами доходов зависит:

- от типа инвестиционной стратегии акционерного предприятия (в активных портфелях доходы от роста курсовой стоимости ценных бумаг во много раз выше, чем в пассивных);
- от более низкой в спекулятивных портфелях доли доходов от процентов и дивидендов;
- от приоритета в политике финансовых посредников на услуги, оказываемые клиентам (например, консультационные, информационные и иные услуги).

Доход инвестора от владения финансовыми активами зависит от курсовой стоимости и текущего дохода. Полный доход инвестора от финансовых активов складывается из двух величин: текущего дохода и дохода от изменения цены актива, т. е. прироста капитала:

$$ПД = ТД + D_{ин}, \quad (7.17)$$

где $ПД$ — полный доход инвестора; $ТД$ — текущий доход инвестора; $D_{ин}$ — изменения цены финансового актива.

Прирост капитала может быть и отрицательной величиной, если стоимость финансового инструмента снижается.

Полный доход — это важный показатель, используемый для оценки привлекательности инвестиционного портфеля, но он не характеризует эффективности

инвестиций в финансовые активы. Для их характеристики используют относительную величину, равную отношению полного дохода к начальному объему инвестиций (в годовом интервале):

$$D_{фи} = (ПД/И_{но}) \times 100, \quad (7.18)$$

где $D_{фи}$ — доходность финансовых активов; $ПД$ — полный доход инвестора; $И_{но}$ — начальный объем инвестиций.

Инвестор стремится вложить свои денежные средства в наиболее доходные финансовые активы. Однако неопределенность будущих доходов требует учета возможных отклонений от ожидаемого значения, т. е. учета риска, связанного с вложением денег в данный финансовый актив.

Инвестиционный портфель имеет ограничения по сроку жизни, а также по минимальной и максимальной стоимости инвестиций. Его доходность определяют тремя величинами: ожидаемой, возможной и средней.

Ожидаемая (минимальная) доходность представляет собой величину, которая будет получена по окончании наименее благоприятных обстоятельств.

Возможная (максимальная) доходность — это величина, получаемая при наиболее вероятном позитивном развитии событий. Более высокая доходность связана с повышенным риском для инвестора. Поэтому в процессе инвестирования следует учитывать оба фактора, которые сравнивают со среднерыночным уровнем доходности.

Для измерения совокупной доходности фондового портфеля в годовом исчислении рекомендуют использовать следующую формулу:

$$ДИП = \frac{ПДП + РКП + НКП}{НИ + \left[ДС \times \frac{M_1}{12} \right] \times \left[ИС \frac{M_2}{12} \right]}, \quad (7.19)$$

где $ДИП$ — доходность инвестиционного портфеля, %; $ПДП$ — полученные дивиденды и проценты; $РКП$ — реализованная курсовая прибыль; $НКП$ — нерезализованная курсовая прибыль; $НИ$ — начальные (исходные) инвестиции в фондовый портфель; $ДС$ — дополнительные средства, вложенные в портфель; M_1 — число месяцев нахождения средств в портфеле; M_2 — число месяцев отсутствия денежных средств в фондовом портфеле; $ИС$ — извлеченные из инвестиционного портфеля денежные средства.

Приведенная формула включает как реализованные (текущие поступления плюс прирост курсовой стоимости ценных бумаг), так и нерезализованные доходы в результате прироста курсовой стоимости за год. Внесенные дополнительные суммы и извлеченные средства взвешивают по числу месяцев, когда они были вложены в портфель. Для определения доходности фондового портфеля акционерного предприятия (общества) используют следующие исходные данные (табл. 7.3).

1. Доходность инвестиционного портфеля в 2004 г.:

$$ДИП_1 = \frac{7,0 + 1,0 + 2,2}{0,5 \times (54,2 + 61,6)} \times 100 = 17,6\%.$$

Таблица 7.3

Исходные показатели для расчета доходности фондового портфеля ОАО

Показатели	Сумма, млн руб.		
	2004 г.	2005 г.	2006 г.
Стоимость портфеля на начало года	54,2	61,6	69,0
Стоимость портфеля на конец года	61,6	69,0	76,8
Реализованный прирост курсовой стоимости эмиссионных ценных бумаг	7,0	7,4	7,8
Нереализованный прирост курсовой стоимости эмиссионных ценных бумаг	1,0	1,2	1,5
Полученные доходы в форме дивидендов и процентов	2,2	2,9	3,8
Привлечение дополнительных денежных средств или изъятие их из портфеля	–	–	–

2. Доходность инвестиционного портфеля в 2005 г.:

$$ДИП_2 = \frac{7,4 + 1,2 + 2,9}{0,5 \times (61,6 + 69,0)} \times 100 = 17,6\%.$$

3. Доходность инвестиционного портфеля в 2006 г.:

$$ДИП_3 = \frac{7,8 + 1,5 + 3,8}{0,5 \times (69,0 + 76,8)} \times 100 = 18,0\%.$$

Значение показателя доходности инвестиционного портфеля, полученное в результате финансовых вычислений, можно использовать для анализа его прибыльности, скорректированной с учетом параметров фондового рынка. Подобный сравнительный анализ удобен для инвестора, поскольку позволяет определить, насколько положительно зарекомендовал себя конкретный портфель относительно рынка ценных бумаг в целом.

Другим методом оценки доходности инвестиционного портфеля является арбитражная теория С. Росса (Arbitrage Pricing Theory, *APT*), которая предполагает, что доходность акций частично зависит от макроэкономических и частично от внутренних факторов, влияющих на недиверсифицируемый риск. Доходность рыночного портфеля может быть одним из таких факторов.

В модели *APT* присутствует идея компенсации высокого риска по сравнению с безрисковыми финансовыми активами. Если имеется безрисковый актив для инвестирования, то в этом случае:

- за более значительный уровень риска инвесторы требуют большую доходность на свои вложения;
- реализация высокой доходности означает наличие фактора риска.

В ином случае инвесторы могут получить прибыль (занимаемая по безрисковой доходности и инвестируемая в рискованные финансовые активы) без риска — арбитражную прибыль (например, от владения казначейскими обязательствами правительства США, уровень доходности которых 5–7% в год). Другими словами, под арбитражем понимают прибыль от конкретной безрисковой операции «заем—инвестирование» на финансовом рынке.

Операция арбитража будет осуществляться до тех пор, пока ожидаемая премия за риск не станет нулевой. При инвестировании в рисковый финансовый актив «D» увеличение риска по сравнению с безрисковым вариантом должно быть компенсировано ростом доходности. Премия, компенсирующая риск, зависит от ряда факторов и может быть представлена как:

$$K_D - K_m = B_1 \times (K_{\text{фактора 1}} - K_m) + B_2 \times (K_{\text{фактора 2}} - K_m) + \dots + X_D, \quad (7.20)$$

где K_D — ожидаемая доходность по акции «D», %; K_m — безрисковый финансовый актив для инвестирования, %; B_1 — чувствительность акции «D» к изменению фактора 1; $K_{\text{фактора 1}}$ — ожидаемая доходность по макроэкономическому фактору 1, %; B_2 — чувствительность акции «D» к изменению фактора 2; $K_{\text{фактора 2}}$ — ожидаемая доходность по макроэкономическому фактору 2; X_D — случайная переменная, влияющая на доходность акции «D».

Следовательно, в отличие от модели *SAPM* арбитражная модель *APT* для абсолютно недиверсифицированного портфеля не означает, что акционеры (инвесторы) принимают финансовые решения только на базе отклонения доходности их акций от среднерыночной величины.

Модель *APT* — это многофакторная модель, предполагающая, что доходность акций зависит частично от специфических (корпоративных), а частично и от макроэкономических факторов.

Итак, арбитражная модель оценки доходности финансовых активов строится на следующих предпосылках:

- каждый инвестор стремится использовать возможность увеличения доходности своего портфеля без существенного повышения риска; такую возможность обеспечивает ему арбитражная модель;
- доходность эмиссионной ценной бумаги зависит от ряда малоизвестных факторов;
- эмиссионные ценные бумаги или фондовые портфели с одинаковой чувствительностью к различным факторам ведут себя идентично, т. е. обеспечивают равную доходность, так как в ином случае возникла бы арбитражная прибыль.

Арбитражная модель не устанавливает конкретное число факторов и их значимость для данной ценной бумаги, поскольку для каждой из них приоритетными будут свои факторы.

Можно выделить три группы факторов, включаемых в арбитражную модель:

- показатели общей экономической активности (темпы роста ВВП, объема промышленного производства, инвестиций в основной капитал и др.);
- параметры, характеризующие инфляцию (темп и индекс);
- показатели, отражающие величину и динамику процентной ставки на финансовом рынке (учетная ставка Банка России, средняя депозитная ставка, средняя норма доходности облигаций федерального и субфедеральных займов, еврооблигаций, а также их ожидаемое изменение в ближайшем будущем).

В условиях стабилизации финансового рынка и предсказуемости макроэкономической ситуации в России использование арбитражной модели для оценки будущей доходности фондового портфеля становится не только возможным, но и необходимым для каждого инвестора.

7.9. Виды и способы снижения рисков портфеля ценных бумаг

Инвестиционные решения, принимаемые эмитентами ценных бумаг, финансовыми посредниками и инвесторами (кредиторами), связаны с определением риска. Соизмерение вероятных потерь с предполагаемой выгодой (доходом) составляет основу данных решений.

Финансовую операцию считают рискованной, если ее эффективность (доходность) не поддается точному определению (является недетерминированной). В момент заключения сделки неопределенность эффективности, а следовательно, и рискованность — свойство любой операции, связанной с куплей-продажей ценных бумаг. Некоторое исключение составляют государственные долговые обязательства экономически развитых стран, но если учесть непредсказуемость инфляции или обменного курса валют, то вызывает сомнение даже безрискованность векселя Казначейства США.

Формирование на предприятиях (в корпорациях) системы управления риском и экономическими отношениями, возникающими в процессе такого управления, относится к риск-менеджменту.

Для успешного управления финансовым риском рекомендуют использовать такой параметр, как коэффициент финансового риска ($K_{фр}$), который определяют по формуле:

$$K_{фр} = Y/СФР, \quad (7.21)$$

где Y — максимально допустимая сумма убытка (финансовых потерь); $СФР$ — собственные финансовые ресурсы с учетом известных поступлений средств.

Данный коэффициент выражает уровень риска, ведущего к банкротству инвестора. Риск приемлем, если коэффициент финансового риска не превышает 0,2.

Риск внушает опасения, если этот коэффициент $> 0,2$, но $< 0,6$. При значении коэффициента $> 0,6$ имеются основания ожидать банкротства инвестора.

В состав методов, применяемых в риск-менеджменте, входят:

- диверсификация фондового портфеля;
- сбор представительной информации о предмете сделки с ценными бумагами;
- самострахование (создание финансовых резервов для покрытия возможных убытков);
- страхование операций с финансовыми активами;
- хеджирование — страхование от неблагоприятного изменения цен путем заключения контрактов, предусматривающих поставки ценных бумаг в будущем по фиксированным ценам (опционных и фьючерских контрактов);
- операции СВОП — финансовые сделки по обмену между двумя субъектами рынка обязательствами или финансовыми активами (инструментами) с целью улучшения структуры фондового портфеля, снижения риска и затрат по его формированию;
- лимитирование — это установление лимита, т. е. предельных сумм расходов, на приобретение отдельных видов ценных бумаг;
- отказ от совершения наиболее рискованных финансовых сделок и др.

Эффективность операций с ценными бумагами зависит от трех факторов: цены покупки, промежуточных выплат и цены продажи.

Первый фактор детерминирован, так как цена покупки точно известна в момент совершения сделки.

Применительно к процентным ценным бумагам (облигациям) детерминированы первые два фактора, поскольку они зафиксированы в обязательствах эмитента. Однако существует риск их невыполнения (например, в результате отсрочки погашения государственных ценных бумаг или банкротства акционерного общества-эмитента). Динамика курсовой стоимости процентных бумаг также заранее известна. Владелец облигаций вправе предъявить их эмитенту к досрочному погашению. При этом в решении о выпуске облигаций должны быть определены стоимость погашения и срок, не ранее которого они могут быть предъявлены к досрочному погашению. Однако в случае повышения текущего курса корпоративных облигаций в будущем облигационер может оказаться в проигрыше. Таким образом, эффективность процентных ценных бумаг государства и корпораций можно прогнозировать с определенными допущениями, поскольку купонные и конечные платежи гарантируются государством и имуществом акционерных обществ. Даже в случае банкротства акционерного предприятия кредитные обязательства по облигациям возмещают из прибыли до налогообложения, т. е. в первоочередном порядке.

По обыкновенным акциям эмитент не берет на себя формальных обязательств выплатить дивиденды или выкупить акции у их владельцев по какой-либо фиксированной цене. Поэтому приобретение обыкновенных акций — безусловно, рискованная финансовая операция. Менее рискованными являются привилегированные акции, гарантирующие инвесторам стабильную норму дивиденда. Однако долевые ценные бумаги предлагают инвесторам более высокую норму доходности, чем долговые.

Графическую интерпретацию модели оценки доходности финансовых активов (САРМ) можно представить как «линию надежности рынка ценных бумаг» (рис. 7.6).

Риск портфеля ценных бумаг характеризуют вероятностью того, наступят ли обстоятельства, при которых инвестор понесет потери, вызванные вложениями в фондовый портфель или операциями по привлечению финансовых ресурсов для создания данного портфеля.

Совокупный риск фондового портфеля включает в себя многие виды локальных рисков, характерных для всех участников инвестиционного процесса на рынке ценных бумаг.

1. Капитальный риск — это общий риск вложений в финансовые инструменты. Исключить его невозможно. Анализ капитального риска сводится к оценке того, стоит ли вообще вкладывать денежные средства в ценные бумаги или необходимо поместить их в другие виды активов (недвижимость, товары, валюту и пр.).
2. Селективный риск — риск неправильного выбора ценных бумаг для инвестирования, неверной оценки инвестиционных качеств финансовых активов. Для его снижения целесообразно обращаться в специальные рейтинговые финансовые компании, анализирующие инвестиционные качества ценных бумаг, которые функционируют на фондовом рынке России.
3. Временной риск — риск покупки и продажи ценных бумаг в неподходящее время, что неизбежно приводит к потерям для инвесторов. Например, сезон-

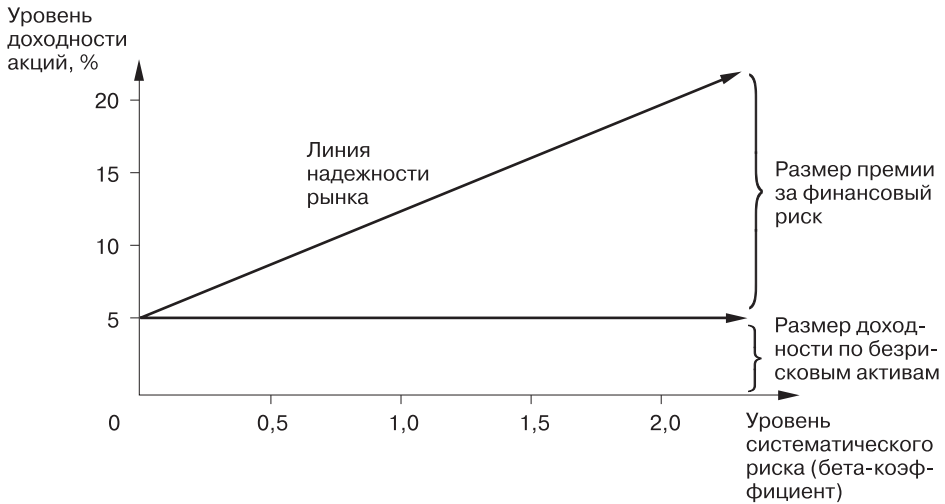


Рис. 7.6. График линии надежности рынка ценных бумаг с учетом премии за финансовый риск (Security Market Line, SML)

ным колебаниям подвержены курсы акций торговых и перерабатывающих сельскохозяйственную продукцию предприятий.

4. Риск законодательных изменений возникает в связи с перерегистрацией акционерного предприятия (общества), получением лицензии на право осуществления операций с ценными бумагами, что вызывает дополнительные расходы у эмитента и инвестора. Деятельность профессиональных участников рынка ценных бумаг регулируют тремя видами лицензий: лицензией профессионального участника фондового рынка, лицензией на осуществление деятельности по ведению реестра, лицензией фондовой биржи. Федеральная служба по финансовым рынкам (ФСФР РФ) контролирует деятельность профессиональных участников фондового рынка и принимает решение об отзыве выданной лицензии при нарушении законодательства РФ о ценных бумагах.
5. Риск налоговых изменений связан с корректировкой налогообложения операций с ценными бумагами, что отражается на доходах юридических и физических лиц — участников фондового рынка при продаже или ином выбытии ценных бумаг:
 - ◆ по себестоимости первых по времени приобретений (ФИФО);
 - ◆ по себестоимости последних по времени приобретений (ЛИФО).

Расходы по реализации (или ином выбытии) ценных бумаг определяют исходя из цены их приобретения, затрат на реализацию, сумм накопленного процентного (купонного) дохода, уплаченных налогоплательщиком продавцу ценных бумаг. При этом в расходы не включают суммы накопленного процентного (купонного) дохода, учтенные ранее при налогообложении. Налогоплательщики, получившие убыток от операций с ценными бумагами в предыдущем налоговом периоде, вправе понизить налоговую базу, полученную по операциям с этими бумагами в отчетном (налоговом) периоде,

- т. е. перенести указанный убыток на будущее.¹ Перенос убытков, полученных от операций с ценными бумагами, обращающимися на организованном рынке, и ценными бумагами, не обращающимися на организованном фондовом рынке, осуществляют отдельно в пределах доходов, полученных от операций с указанными финансовыми активами. Доходы, полученные от сделок с ценными бумагами, обращающимися на организованном рынке, не могут быть понижены на расходы либо убытки от операций с ценными бумагами, не обращающимися на организованном фондовом рынке. Доходы, полученные от операций с ценными бумагами, не обращающимися на организованном рынке ценных бумаг, не могут быть понижены на расходы либо убытки от операций с ценными бумагами, обращающимися на организованном фондовом рынке.
6. Риск ликвидности обусловлен возможностью потерь при реализации ценных бумаг из-за изменения их качества. Риск ликвидности присущ многим отечественным финансовым инструментам, продаваемым ниже их реальной стоимости (за исключением дисконтных государственных облигаций). Поэтому инвесторы отказываются видеть в них надежный товар.
 7. Рыночный риск сопряжен с общим падением макроэкономической конъюнктуры на финансовом рынке, когда предложение финансовых активов превышает спрос на них.
 8. Кредитный (деловой) риск обусловлен тем, что эмитент долговых (процентных) ценных бумаг не в состоянии выплачивать проценты по ним или основную сумму долга. Кредитный риск требует внимания как финансовых посредников (дилеров), так и инвесторов. Финансовое положение эмитента часто оценивают по соотношению заемных и собственных источников средств в пассиве баланса (коэффициенту задолженности — гирингу), по доле собственного капитала в валюте баланса (коэффициенту финансовой независимости), по соотношению между собственным и заемным капиталом (коэффициенту финансирования). Дело в том, что банковский кредит является достаточно выгодным источником привлечения капитала только в том случае, если сумма процентов по нему ниже затрат на выпуск дополнительного пакета эмиссионных ценных бумаг (акций и облигаций). Однако чем выше доля заемных средств в пассиве баланса, тем больше вероятность для акционеров и облигационеров остаться без дивидендных и процентных выплат, так как весомая часть прибыли будет передана коммерческому банку для уплаты процентов за кредит. При банкротстве предприятия большая часть выручки от продажи активов будет направлена на погашение долга кредиторам (банкам), а для удовлетворения требований акционеров средств будет недостаточно.
 9. Инфляционный риск проявляется вследствие того, что при высоких темпах инфляции (свыше 10% в год) доходы от ценных бумаг обесцениваются (с позиции реальной покупательной способности денег) быстрее, чем происходит

¹ Согласно гл. 25 «Налог на прибыль» НК РФ, налогоплательщик вправе осуществлять перенос убытка на будущее в течение десяти лет, следующих за тем налоговым периодом, в котором получен этот убыток.

- их рост. В результате инвесторы несут потери. Инфляционный риск характерен для вкладов населения в Сбербанк Российской Федерации.
10. Процентный риск — это риск потерь в связи с изменением процентных и депозитных ставок на кредитном рынке. Рост банковской процентной ставки приводит к понижению курсовой стоимости эмиссионных ценных бумаг. Резкое повышение процента по депозитным вкладам способно спровоцировать массовый «сброс» ценных бумаг, эмитированных под более низкие проценты. Эти ценные бумаги по условиям выпуска могут быть досрочно возвращены эмитенту.
 11. Отзывной риск представляет собой риск потерь инвесторов вследствие отзыва эмитентом своих облигаций в связи с превышением фиксированного уровня процентных выплат по ним над текущим рыночным процентом.
 12. Страновой риск — это риск вложений в ценные бумаги акционерных компаний, находящихся под юрисдикцией страны с неустойчивым экономическим положением или недружественной по отношению к стране, резидентом которой является инвестор.
 13. Отраслевой риск — риск потерь, обусловленных влиянием специфики отдельных отраслей на инвестиционные качества ценных бумаг. При оценке этого риска помимо общеэкономических показателей отрасли анализируют, какую фазу (подъема, расцвета, упадка или стагнации) проходит она в своем развитии. Следует отметить, что одни отрасли подвержены сильным колебаниям, а у других эти колебания проявляются слабее.
 14. Микроэкономический риск генерирует деятельность самого предприятия-эмитента. Данный риск аналогичен отраслевому и во многом обусловлен последним. Наиболее рискованны (но и более доходны) ценные бумаги «агрессивных» акционерных компаний, которые выбрали путь расширения производства и освоения новых видов продукции. Наконец, средний уровень риска присущ эмиссионным ценным бумагам «умеренных» предприятий, сочетающих здоровую «агрессивность» с разумным «консерватизмом».
 15. Операционный риск обусловлен низким качеством работы технического персонала, нарушением в технологии операций с ценными бумагами, инсайдерством. Разновидностью операционного является технический риск, связанный с неполадками в работе компьютерных систем по обработке информации, нарушениями в процедуре расчетов по ценным бумагам, неполной и некомплектной их поставкой и сбоями при переводе денежных средств.
 16. Валютный риск характерен вложением в валютные ценные бумаги и обусловлен изменением курса иностранной валюты. Потери инвестора возникают в связи с повышением курса национальной валюты по отношению к иностранным валютам.

Финансовый директор акционерной компании (корпорации) в процессе принятия инвестиционных решений обязан учитывать многообразие рисков, связанных с вложениями свободных денежных средств в ценные бумаги различных эмитентов.

Глава 8

ПРИНЯТИЕ ФИНАНСОВЫХ РЕШЕНИЙ ПО УПРАВЛЕНИЮ ОБОРОТНЫМ КАПИТАЛОМ

8.1. Систематизация оборотного капитала (активов) с позиции финансового менеджмента

Значительное время руководство предприятия уделяет решению краткосрочных финансовых проблем. Если не заниматься краткосрочными операциями, то долгосрочные управленческие решения не имеют успеха. Оперативные финансовые решения связаны с управлением оборотным капиталом, т. е. с анализом его структуры и динамики, планированием, регулированием, финансированием и контролем.

Оборотный капитал (оборотные активы, текущие активы) представляет собой совокупность имущественных ценностей, обслуживающих текущую (операционную) деятельность предприятия и полностью потребляемых в течение одного производственно-коммерческого цикла. В бухгалтерском учете и отчетности оборотный капитал представлен термином «оборотные активы».

С позиции бухгалтерского учета оборотными (текущими) активами считают такие активы, которые могут быть обращены в денежную наличность в течение одного года. Оборотные средства — это денежные средства, авансированные в оборотные активы, которые однократно оборачиваются в течение года или одного производственного цикла. Они обеспечивают непрерывность процесса производства и реализации готовой продукции (работ, услуг).

Чистый оборотный капитал представляет собой разницу между оборотными активами и краткосрочными обязательствами.

С позиции финансового менеджмента оборотные активы можно систематизировать по следующим признакам.

1. По характеру источников формирования — валовые и чистые оборотные активы. Валовые оборотные активы — их общий объем, сформированный за счет собственного и заемного капитала. Чистые оборотные активы — часть оборотных активов, образованных за счет собственного и части долгосрочного заемного капитала (стоимость оборотных активов за вычетом краткосрочных пассивов). Собственные оборотные средства — стоимость оборотных активов за вычетом суммы долгосрочного заемного капитала, инвестированного в оборотные активы, и краткосрочных финансовых обязательств.
2. По видам оборотных активов выделяют: запасы, дебиторскую задолженность, денежные средства и краткосрочные финансовые вложения. Запасы

сырья, материалов, покупных полуфабрикатов и комплектующих изделий характеризуют объем входящих материальных потоков (в форме материально-производственных запасов), за исключением тех, которые превышают текущую потребность.

Материально-производственные запасы (МПЗ) отражают в бухгалтерском учете по фактической себестоимости. Фактической себестоимостью МПЗ, приобретенных за плату, признают сумму действительных затрат предприятия на их приобретение, за исключением налога на добавленную стоимость и иных возмещаемых налогов.

К фактическим затратам на приобретение МПЗ относят:

- суммы, уплачиваемые в соответствии с договором поставщику (продавцу);
- таможенные пошлины;
- суммы, уплачиваемые организациям за информационные и консультационные услуги, связанные с приобретением запасов;
- невозмещаемые налоги, уплачиваемые в связи с приобретением МПЗ;
- вознаграждения, уплачиваемые посредникам, через которые приобретены запасы;
- затраты по заготовке и доставке МПЗ до места их использования, включая расходы по страхованию;
- затраты по доведению МПЗ до состояния, в котором они пригодны к использованию в запланированных целях, и др.

При отпуске МПЗ (кроме товаров, учитываемых по продажной стоимости) в производство и ином выбытии их оценку производят одним из следующих способов:

- по себестоимости каждой единицы;
- по средней себестоимости;
- по себестоимости первых по времени приобретения МПЗ (способ ФИФО);
- по себестоимости последних по времени приобретения МПЗ (способ ЛИФО).

Применение одного из способов по группе (виду) МПЗ предусматривают в учетной политике предприятия. МПЗ, используемые в особом порядке (драгоценные металлы, драгоценные камни и т. п.), или запасы, которые не могут обычным образом заменять друг друга, можно оценивать по себестоимости каждой единицы.

Оценка по себестоимости первых по времени приобретения МПЗ (способ ФИФО) основана на допущении, что эти запасы используют в течение месяца и иного периода в последовательности их приобретения (поступления). На практике это означает, что запасы, первыми поступившие в производство (продажу), оценивают по себестоимости первых по времени приобретений с учетом себестоимости запасов, числящихся на начало месяца. Оценку МПЗ, находящихся в запасе (на складе) на конец месяца, производят по фактической себестоимости последних по времени приобретений, а в себестоимости реализованной продукции (товаров) учитывают себестоимость ранних по времени приобретений.

Оценка по себестоимости последних по времени приобретения МПЗ (способ ЛИФО) базируется на допущении, что запасы, первыми поступающие в производство (продажу), оценивают по себестоимости последних в очередности приобретения. При этом запасы, находящиеся на конец месяца на складе, оценивают

по фактической себестоимости ранних по времени приобретения, а в себестоимости проданной продукции (товаров, работ, услуг) учитывают себестоимость поздних по времени приобретений.

По каждой группе (виду) МПЗ в течение отчетного года используют один способ оценки. Затраты в незавершенном производстве — стоимость изделий, находящихся на различных стадиях технологической обработки (в цеховых кладовых, в межоперационном пролеживании, на станках и в поточных линиях и т. д.). Незавершенное производство (затраты) оценивают следующими способами:

- по фактической или нормативной (плановой) производственной себестоимости;
- по себестоимости прямых статей затрат;
- по себестоимости приобретения сырья, материалов, полуфабрикатов и комплектующих изделий.

Запасы готовой продукции характеризуют объем выходящих материальных потоков в форме запасов произведенной готовой продукции, предназначенной для реализации потребителям. Остатки готовой продукции на складе оценивают следующими способами:

- по фактической или нормативной (плановой) производственной себестоимости;
- по себестоимости прямых статей затрат.

Дебиторская задолженность (за вычетом резервов по безнадежным долгам) — сумма задолженности в пользу предприятия-поставщика, представленная финансовыми обязательствами покупателей за продукцию (товары, работы и услуги).

Денежные активы — остатки денежных средств в кассе и на счетах предприятия в банках, а также краткосрочных финансовых вложений (на срок до 12 месяцев).

Прочие виды оборотных активов включают элементы, не вошедшие в перечисленные группы (например, расходы будущих периодов).

3. По характеру участия в производственном (операционном) цикле оборотные активы классифицируют следующим образом:
 - ◆ оборотные активы, обслуживающие производственный процесс, — запасы сырья и материалов, заделы незавершенного производства, готовая продукция на складе и отгрузке;
 - ◆ оборотные активы, обеспечивающие непрерывность цикла расчетов между поставщиком готовой продукции и его покупателями, — дебиторская задолженность.
4. По стабильности функционирования в течение производственного цикла различают постоянные и переменные оборотные активы, что связано с действием сезонных, а часто и случайных факторов.

Постоянная (стабильная) часть оборотных активов — это та их часть, потребность в которой относительно постоянна в течение всего производственного цикла. Иными словами, это усредненная оценка постоянной величины оборотного капитала. Под постоянным оборотным капиталом также подразумевают необходимый минимум оборотных активов для непрерывного осуществления текущей деятельности предприятия. Переменный оборотный капитал (варьирующая часть

оборотных активов) — это оборотные активы, накапливаемые для текущего и страхового запасов в периоды максимального (пикового) объема производства. Оборотные активы имеют двойственную экономическую природу. С одной стороны, они представляют собой часть имущества предприятия, воплощенного в материально-производственных запасах, незаконченных расчетах, остатках денежных средств и краткосрочных финансовых вложениях. С другой — это часть капитала, авансированного в оборотные активы и обеспечивающего бесперебойность воспроизводственного процесса на предприятии.

Для оборотных активов (средств) как части авансированного капитала характерны следующие признаки:

- они должны быть вложены заранее, т. е. авансированы до получения дохода (выручки от продажи продукции, товаров, работ и услуг);
- оборотные средства в качестве наиболее ликвидных ресурсов не расходуются и не потребляются, но они должны постоянно возобновляться в хозяйственном обороте;
- абсолютная потребность в оборотных средствах зависит от объема хозяйственной деятельности, условий снабжения и сбыта и поэтому должна регулироваться.

При их дефиците или неэффективном использовании финансовое состояние предприятия ухудшается, что непосредственно сказывается на его платежеспособности и в конечном итоге приводит к несостоятельности (банкротству) предприятия.

Среди важнейших причин, генерирующих данный процесс, можно назвать:

- высокую инфляцию, обесценивающую будущие доходы предприятий;
- отсутствие эффективного механизма пополнения оборотных средств;
- частичную потерю управляемости финансами многих хозяйствующих субъектов;
- высокую налоговую нагрузку на товаропроизводителей, приводящую частично к изъятию у них собственных оборотных средств в бюджетный фонд государства.

Инфляционный эффект утраты оборотных средств возникает по двум причинам:

- из-за запаздывания последующих расчетов относительно получения доходов и затрат по формированию запасов;
- из-за инфляционного роста прибыли, весомую часть которой изымают в форме налогов и сборов в бюджетный фонд.

Если инфляция носит умеренный характер — не более 8–10% в год (т. е. она предсказуема), то можно с достаточной точностью предвидеть ее влияние на величину оборотных средств.

Оборотные активы (средства) непосредственно вовлечены в процесс производства и сбыта продукции, поэтому концепция управления оборотными активами сводится к обеспечению предприятия минимальным, но достаточным объемом денежных средств для поддержания его постоянной платежеспособности и ликвидности баланса. Она включает в себя следующие аспекты:

- учет всех составляющих элементов оборотных активов на каждую отчетную дату;
- анализ состояния и причин, в силу которых у предприятия сложилось негативное положение с оборачиваемостью оборотных активов;
- разработку и внедрение в практику работы экономических служб предприятия современных методов управления оборотными активами;
- контроль за текущим состоянием важнейших элементов оборотных активов (запасов и расчетов с дебиторами) в процессе производственно-коммерческой деятельности предприятия.

Полный цикл оборота оборотных активов характеризует время движения средств предприятия и зависит от скорости производства и реализации продукции. Формула движения оборотных активов на предприятии имеет вид:

$$D > МПЗ > НЗП > ГП > D^1, \quad (8.1)$$

где D — денежные средства, авансированные в оборотные активы; $МПЗ$ — материально-производственные запасы; $НЗП$ — незавершенное производство; $ГП$ — готовая продукция на складе и в отгрузке; D^1 — денежные средства в форме выручки от продажи товаров, включая прибыль.

$$D^1 = D + \Delta D, \quad (8.2)$$

где ΔD — изменение величины оборотных активов (средств).

При $\Delta D < 0$ — предприятие убыточно.

При $\Delta D > 0$ — оборотные активы возрастают на сумму прибыли.

Анализ состояния оборотных активов и их отдельных статей (запасов, дебиторской задолженности, денежных средств, краткосрочных финансовых вложений), а также показателей их оборачиваемости позволяет:

- повысить эффективность использования денежных ресурсов в текущей (операционной) деятельности;
- определить ликвидность баланса предприятия, т. е. возможность своевременно погашать краткосрочные обязательства;
- выяснить, во что вкладывают чистый оборотный капитал (собственные оборотные средства) в течение финансового цикла, для оценки избытка или недостатка отдельных элементов оборотных средств.

Оборотные средства рекомендуют поддерживать на достаточном для предприятия уровне, чтобы не создавать проблем с расчетами по обязательствам перед контрагентами и государством. Наличие чистого оборотного капитала — необходимое условие обеспечения финансовой устойчивости предприятия. Минимальное значение данного показателя целесообразно поддерживать на уровне не менее 10% от общего объема оборотных активов. Чем выше этот показатель, тем устойчивее финансовое состояние предприятия, тем больше у него возможностей к проведению независимой финансовой политики. В процессе анализа необходимо изучить динамику изменения величины собственных оборотных средств, принимая во внимание соотношение между дебиторской и кредиторской задолженностью. В тех случаях, когда наблюдается уменьшение чистого оборотного капитала, когда изменяется соотношение между расчетами с дебиторами и кредиторами,

можно предполагать, что предприятие в значительной степени финансирует оборотные активы за счет краткосрочных кредитов и займов. Если к тому же показатели оборачиваемости оборотных активов не улучшаются, то снижение величины собственных оборотных средств свидетельствует о неэффективном управлении оборотными активами и об увеличении риска в деятельности предприятия. Напротив, если предприятие поддерживает высокий уровень оборачиваемости оборотных активов (50–60 дней), то это свидетельствует об их рациональном использовании.

В условиях конкурентной среды предприятие заинтересовано в том, чтобы добиваться приемлемого объема производства и продаж и тем самым упрочить свои позиции на рынке товаров (продукции, работ и услуг). Для достижения такой цели необходимы адекватные материальные и финансовые ресурсы. Масштабы их привлечения зависят от текущих и перспективных целей и возможностей предприятия, а также находят отражение в его финансовых планах (бюджетах) и бухгалтерской отчетности. По данным этой отчетности можно установить состав и структуру оборотных активов. Состав оборотных активов — это совокупность образующих их элементов (рис. 8.1).

Структура оборотных активов характеризует удельный вес каждой статьи в их общем объеме (табл. 8.1).

Ее устанавливают посредством вертикального анализа раздела II «Оборотные активы» бухгалтерского баланса предприятия в динамике за ряд периодов. Эта структура складывается под влиянием следующих внутренних и внешних факторов:

- производственные — состав и структура затрат на производство, его тип, характер выпускаемой продукции, длительность технологического процесса и др.;
- особенности закупок материальных ресурсов: периодичность, регулярность, комплектность поставок, вид транспорта, удельный вес комплектующих изделий в объеме потребления и пр.;

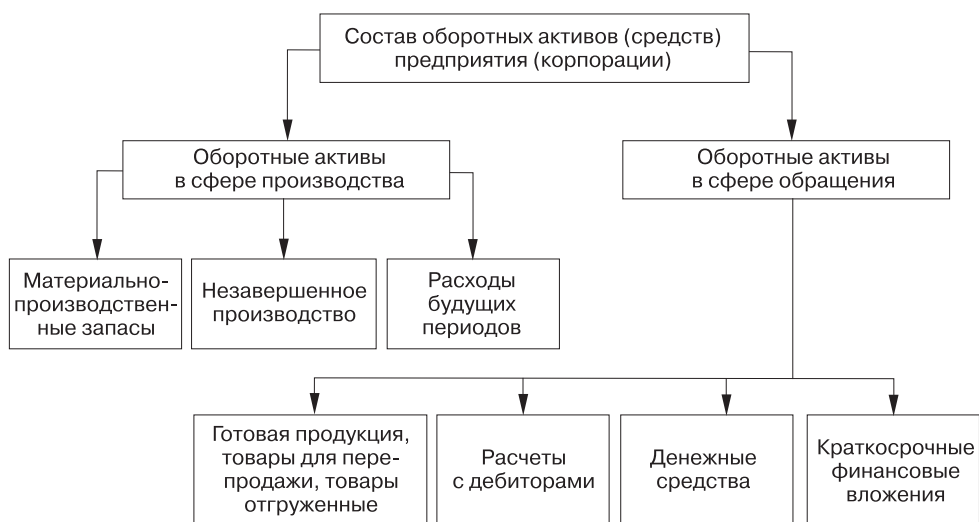


Рис. 8.1. Состав оборотных активов предприятия (коммерческой организации)

Таблица 8.1

Структура оборотных активов по средним и крупным предприятиям России

Показатели	По данным на конец года, %									
	1993 г.	1994 г.	1995 г.	1996 г.	1997 г.	1998 г.	1999 г.	2000 г.	2001 г.	2002 г.
Оборотные активы — всего	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
В том числе:										
1. Запасы	40,7	37,0	40,8	33,6	29,9	21,6	23,3	24,9	26,6	25,0
Из них: материалы	17,7	16,4	16,2	15,2	14,3	10,2	11,7	12,5	13,0	10,5
затраты в незавершенном производстве	5,8	8,1	8,4	5,9	6,8	5,1	4,6	5,4	6,1	2,8
расходы будущих периодов	0,2	0,6	0,5	0,5	1,0	0,6	0,6	0,6	1,0	1,5
готовая продукция, товары, товары отгруженные	14,0	11,9	15,7	12,2	7,8	5,7	6,4	6,4	6,5	10,2
2. Денежные средства, дебиторы и прочие оборотные активы	59,3	63,0	59,2	66,4	70,1	78,4	76,7	75,1	73,4	75,0
Из них: краткосрочные финансовые вложения	1,0	2,6	1,8	1,8	2,5	5,1	7,0	8,3	9,5	8,5
денежные средства	8,6	5,6	4,0	2,6	2,9	4,4	5,2	5,5	6,0	7,8
дебиторская задолженность и прочие оборотные активы	49,7	54,8	53,4	61,0	69,7	68,9	64,5	61,3	57,9	58,7

- формы расчетов с поставщиками и покупателями товаров (продукции, работ, услуг);
- спрос на продукцию данного предприятия, что влияет на величину готовой продукции на складе и дебиторской задолженности;
- принятая учетная политика;
- порядок налогообложения операций по приобретению материальных ценностей и др.

Поскольку финансовые обязательства оплачивают наличными деньгами, поступающими на расчетный счет, то наиболее ликвидный элемент оборотных активов — это наличные денежные средства. Поэтому финансовым директорам предприятий необходимо обеспечить достаточный объем притока наличных денег к моменту наступления платежей по обязательствам государству и контрагентам.

Управление наличными денежными средствами преследует три главные цели:

- увеличение скорости поступления наличных денег;
- снижение времени на осуществление наличных платежей;

- повышение отдачи от вложенных наличных денег (например, в краткосрочные ценные бумаги государства, от помещения денежных средств на депозитные счета в банках и др.).

Высокая ставка банковского процента по заемным средствам приводит к необходимости регулировать денежные операции, осуществляемые прежде всего за счет выручки от продажи товаров (продукции, работ и услуг). В то же время внедрение компьютерной техники позволяет финансовым менеджерам предприятий иметь доступ к информации для составления ежемесячных платежных балансов с подекадной разбивкой доходов и расходов, а также отчетов об их исполнении и тем самым регулировать поступление и расходование денежных средств.

В современных условиях хозяйствования предприятиям всех форм собственности предоставлена широкая самостоятельность в маневрировании оборотными активами (средствами). Предприятия имеют право определять плановую потребность в оборотных средствах и маневрировать ими в течение года. Они устанавливают порядок учета и оценки стоимости материально-производственных запасов, что находит отражение в их учетной политике.

Предприятия вправе реализовать неиспользуемые материальные ценности юридическим и физическим лицам по рыночным ценам. Результат от их реализации учитывают в составе бухгалтерской прибыли (прибыли до налогообложения). В распоряжении предприятий остается также экономия от ускорения оборачиваемости оборотных средств в качестве их внутреннего финансового резерва. За счет чистой прибыли, остающейся в распоряжении предприятий (в соответствии с учредительными документами), могут формироваться резервные фонды, предназначенные для покрытия убытков и непредвиденных потерь. Чтобы эффективно функционировать в рыночной среде, каждое предприятие должно обеспечивать эффективное использование и ускорение оборачиваемости оборотных средств, поддерживать на достаточном уровне свои финансовую устойчивость, платежеспособность и ликвидность баланса.

8.2. Управление оборотными активами в процессе производственного и финансового циклов

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

Полный цикл оборота оборотных активов измеряют временем с момента закупки сырья и материалов у поставщиков (оплаты кредиторской задолженности) до оплаты готовой продукции покупателями (погашения дебиторской задолженности). Предприятие далеко не всегда получает денежные средства от покупателей (клиентов) на момент платежа поставщикам за сырье и материалы. Поэтому и возникает проблема оперативного управления оборотными активами (рис. 8.2).

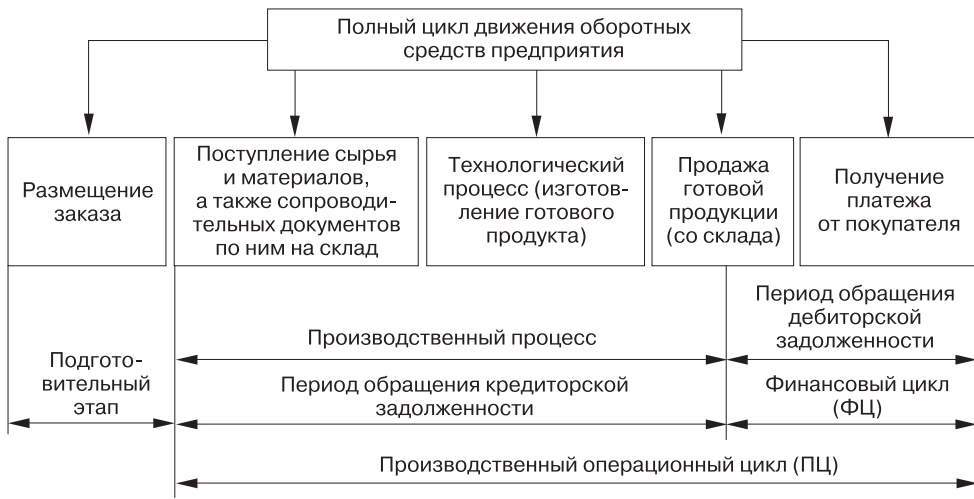


Рис. 8.2. Этапы обращения оборотных активов (средств) на предприятии

Производственный цикл характеризует общее время, в течение которого оборотные средства иммобилизованы в запасах и дебиторской задолженности:

$$ПЦ = ПО_з + ПО_{дз}, \quad (8.3)$$

где $ПЦ$ — продолжительность производственного цикла, дни; $ПО_з$ — период оборачиваемости запасов, дни; $ПО_{дз}$ — период оборачиваемости дебиторской задолженности, дни.

Непосредственно производственный процесс включает в себя:

- время хранения материальных запасов с момента поступления их на склад предприятия до момента отпуска в производство;
- длительность технологического процесса (обработки сырья и материалов для выпуска готовой продукции, т. е. время нахождения их в незавершенном производстве);
- время хранения готовой продукции на складе (до момента ее отгрузки потребителям).

Формирование и поддержание производственных запасов на приемлемом для предприятия уровне предполагает осуществление следующих действий:

- минимизации запасов с учетом их ритмичного поступления на склад предприятия;
- создания достаточного текущего и страхового запасов, обеспечивающих бесперебойную работу в течение всего года;
- регулирования их объема, состава и структуры в связи с изменением производственной программы в течение года (например, появлением дополнительных заказов и пр.).

При выборе политики управления запасами необходимо учитывать следующие виды рисков:

- неблагоприятное колебание цен на материальные ресурсы, энергоносители и транспортные услуги по их доставке;
- физическое и моральное устаревание;
- неадекватное поведение поставщиков, часто требующих предоплаты за поставленные товары и услуги.

Эффективная деятельность структурных подразделений предприятия, отвечающих за снабжение, должна базироваться на представительной информации о реальных закупках материальных ресурсов у различных поставщиков. Поэтому в распоряжении этих структурных подразделений должна находиться следующая оперативная информация:

- текущая потребность в отдельных видах сырья и материалов;
- объем их запасов на складе;
- объем производственного задела (незавершенного производства);
- уровень загрузки производственных мощностей;
- сроки выполнения текущих заказов;
- требования к формам оплаты поставок сырья и материалов и др.

Предприятие — производитель товаров при управлении запасами обязано минимизировать два вида затрат, имеющих место в отношении данных запасов:

- издержки по приобретению и доставке их на склад;
- издержки по хранению.

Для снижения указанных издержек целесообразно добиваться получения скидки с цены товара от надежного поставщика и заказывать крупные партии сырья и материалов, чтобы реже обращаться к его услугам. Однако и в этом случае затраты по хранению материальных запасов (оплата труда кладовщиков, содержание дополнительных складских помещений, увеличение естественной убыли и т. д.) возрастают. Поэтому допускается приобретение мелких партий сырья, материалов и комплектующих изделий не у производителей, поставляющих большими партиями, а у предприятий, продающих мелкими партиями, что позволяет избежать иммобилизации оборотных средств.

Одним из наиболее распространенных подходов к рациональному управлению запасами является расчет в натуральных единицах оптимальной партии заказа, т. е. модель *EOQ* (Economic Ordering Quantity, *EOQ*), позволяющая минимизировать общие издержки по заказу, транспортировке и хранению материальных ценностей. Данная модель имеет вид:¹

$$EOQ = \sqrt{\frac{2 \times F \times S}{C \times P}}, \quad (8.4)$$

где F — постоянные издержки по размещению и выполнению одного заказа; S — годовая потребность в запасах; C — годовые затраты по хранению, выраженные в долях единицы от стоимости средних запасов; P — цена приобретения единицы запасов.

¹ Бригхэм Ю., Гатенски Л. Финансовый менеджмент: Полный курс: В 2-х т. / Пер. с англ. под ред. В. В. Ковалева. — СПб.: Экономическая школа, 1997. Т. 2. С. 350.

Эта модель основана на следующих предположениях:

- годовая потребность в запасах может быть точно спрогнозирована;
- объем продаж равномерно распределен в течение года;
- отсутствуют задержки в получении заказов.

Для управления запасами целесообразно:

- оценить общую потребность в сырье и материалах на предстоящий период;
- периодически уточнять оптимальную партию и время заказа;
- систематически сравнивать затраты по заказу сырья и материалов и издержки по их хранению;
- регулярно (не реже одного раза в месяц) контролировать условия хранения запасов на складе;
- наладить достоверный складской учет товарно-материальных ценностей.

Технология управления готовой продукцией также унифицирована и предполагает учет следующих факторов:

- запасы готовой продукции увеличиваются по мере завершения цикла производства;
- при планировании запасов готовой продукции необходимо учитывать платежеспособный спрос покупателей;
- на величину запасов готовой продукции могут существенно влиять сезонные колебания;
- неоправданное завышение объемов готовой продукции может привести к образованию залежалых и неходовых товаров;
- возможность перехода покупателя к другому поставщику, что может привести к снижению объема продаж.

В отличие от запасов, которые определяются логикой технологического процесса и поэтому достаточно стабильны, дебиторская задолженность представляет собой наиболее динамичный элемент оборотных активов. С точки зрения возмещения стоимости отгруженной продукции ее оплата может быть произведена в форме:

- предварительной оплаты;
- оплаты за наличный расчет;
- оплаты с отсрочкой платежа, которая наименее выгодна продавцу.

В последнем случае как раз и возникает дебиторская задолженность по товарным операциям.

Рациональная система взаимоотношений с покупателями включает:

- качественный отбор клиентов, которым можно предоставить отсрочку платежа;
- определение наиболее приемлемых условий кредитования клиентов;
- четкую процедуру оплаты счетов, получения платежей и предъявления претензий;
- систематический контроль за тем, как покупатели выполняют договорные условия, что предполагает мониторинг дебиторов по видам продукции, объему задолженности и срокам ее погашения.

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

$$ФЦ = ПЦ - ПО_{кз}, \quad (8.5)$$

где *ФЦ* — финансовый цикл, дни; *ПЦ* — производственный цикл, дни; *ПО_{кз}* — период оборачиваемости (срок погашения) кредиторской задолженности, дни.

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

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

В условиях конкурентной среды предприятие заинтересовано в том, чтобы добиваться приемлемого объема производства и продаж и тем самым упрочить свои позиции на товарном рынке. Для достижения такой цели необходимы адекватные материальные и финансовые ресурсы. Масштабы их привлечения зависят от текущих и перспективных целей, а также от возможностей предприятия мобилизовать эти ресурсы.

8.3. Технология определения текущих финансовых потребностей

Задачи комплексного оперативного управления оборотными активами и краткосрочными обязательствами (пассивами) состоят в следующем:

- расчет объема и факторов, определяющих их величину в текущем и прогнозном периодах;
- определение плановой потребности в оборотных активах;
- выбор стратегии их финансирования;
- нахождение политики комплексного оперативного управления оборотными активами и краткосрочными обязательствами;
- изыскание путей ускорения оборачиваемости оборотных активов в производственном цикле;
- финансовый контроль за эффективным использованием оборотных активов.

В текущей финансово-хозяйственной деятельности предприятие должно закупать сырье и материалы, оплачивать транспортные и иные услуги, нести расходы по хранению материальных запасов, предоставлять отсрочки платежа покупателям готовой продукции и т. д. Поэтому необходима краткосрочная потребность в денежных ресурсах, т. е. в собственных оборотных средствах. Они представляют собой разницу между оборотными активами и краткосрочными пассивами, т. е. это свободные денежные средства, постоянно находящиеся в обороте предприятия.

Собственные оборотные средства часто называют чистым оборотным капиталом или финансово-эксплуатационными потребностями (иногда их называют чистым рабочим капиталом).

Их минимальная величина должна быть не менее 10% общего объема оборотных активов или 20–30% собственного капитала предприятия. В ином случае оно может утратить платежеспособность и ликвидность бухгалтерского баланса.

Величину чистого оборотного капитала устанавливают по бухгалтерскому балансу двумя способами — «нижним» и «верхним»:

$$\text{ЧОК} < \begin{cases} OA - KO; \\ (СК + ДО) - BOA, \end{cases} \quad (8.6)$$

где ЧОК — чистый оборотный капитал на последнюю отчетную дату; OA — оборотные активы; СК — собственный капитал; ДО — долгосрочные обязательства; BOA — внеоборотные активы; KO — краткосрочные обязательства.

При отрицательном значении показателя чистого оборотного капитала потребность предприятия в ликвидных средствах покрывают за счет кредиторской задолженности или краткосрочных банковских кредитов.

Текущие финансовые потребности представляют собой (по мнению автора термина Е. С. Стояновой) разницу между средствами, авансированными в оборотные активы (без денежных средств), и суммой кредиторской задолженности по товарам или общей ее величиной. Они определяются по формуле:

$$ТФП = OA - ДС - КЗ, \quad (8.7)$$

где ТФП — текущие финансовые потребности; OA — оборотные активы; ДС — денежные средства; КЗ — кредиторская задолженность.

Текущие финансовые потребности как показатель оказывают непосредственное влияние на финансовое состояние предприятия, так как характеризуют его потребность в краткосрочном банковском кредите. Их рассчитывают в абсолютной сумме и в процентах к обороту (объему продаж или выручке от реализации продукции) или по времени относительного оборота (в днях или месяцах).

Относительную величину текущих финансовых потребностей устанавливают по формуле:

$$\frac{ТФП}{\text{выручки от реализации товаров без косвенных налогов}} = \frac{ТФП \text{ в денежном выражении}}{\text{среднедневной объем выручки от реализации товаров без косвенных налогов}} \times 100. \quad (8.8)$$

Изучение экономической природы текущей финансовой потребности требует расчета среднего периода оборачиваемости оборотных активов, т. е. времени, необходимого для преобразования средств, вложенных в материальные запасы и дебиторскую задолженность, в наличные денежные средства на счетах в коммерческих банках:

$$ПО_{oa} = ПО_з + ПО_{дз} + ПО_{np} - ПО_{кз}, \quad (8.9)$$

где $ПО_{oa}$ — период оборачиваемости оборотных активов, дни; $ПО_з$ — период оборачиваемости запасов; $ПО_{дз}$ — период оборачиваемости дебиторской задолженности; $ПО_{np}$ — период оборачиваемости прочих оборотных активов; $ПО_{кз}$ — период оборачиваемости (средний срок оплаты) кредиторской задолженности.

Период оборачиваемости отдельных элементов оборотных активов и кредиторской задолженности вычисляют по формуле:

$$ПО_з = \bar{З} / \overline{ВР_{сб.}}; ПО_{дз} = \overline{ДЗ} / \overline{ВР}; ПО_{np} = \overline{OA_{np}} / \overline{ВР}; ПО_{кз} = \overline{КЗ} / \overline{ВР}, \quad (8.10)$$

где $\bar{З}$ — средний остаток запасов за расчетный период (квартал, год) по балансу; $\overline{BP}_{сeб}$ — средневзвешенный объем выручки от реализации товаров по себестоимости за расчетный период; \overline{BP} — средневзвешенный объем выручки (нетто) от реализации товаров по рыночным ценам за расчетный период; $\overline{ДЗ}$ — средний остаток дебиторской задолженности за расчетный период; $\overline{ОА_{пр}}$ — средний остаток прочих элементов оборотных активов за расчетный период; $\overline{КЗ}$ — средний остаток кредиторской задолженности за расчетный период.

Показатели в числителе формулы (8.10) рассчитывают как средние величины между началом и концом периода (квартала, года).

Каждое предприятие заинтересовано в сокращении показателей оборачиваемости отдельных элементов оборотных активов и увеличении среднего срока погашения кредиторской задолженности в целях снижения общего периода оборачиваемости всех оборотных активов.

Целесообразно, чтобы кредит поставщиков (коммерческий кредит) в большем объеме перекрывал дебиторскую задолженность, тогда у предприятия-продавца не будет дефицита денежных средств. На величину текущих финансовых потребностей влияют следующие основные факторы:

- темпы инфляции;
- длительность производственного и сбытового циклов;
- темпы роста объема производства и продажи товаров;
- сезонность производства и реализации продукции, снабжение сырьем и материалами;
- состояние рыночной конъюнктуры;
- величина маржинального дохода;
- кредиторская задолженность.

Темпы инфляции. В условиях высокой инфляции, превышающей 10% в год, стоимость производства любого товара со временем возрастает. К тому периоду, когда предприятие получит денежные средства от более ранних продаж, стоимость производства более поздних по времени продаж увеличится. Если предприятие не сможет установить на свою продукцию цены с достаточным уровнем рентабельности, то оно не в состоянии покрыть последующие эксплуатационные затраты доходами от реализации предыдущей продукции. Главная причина, генерирующая инфляцию издержек производства, — высокие цена на продукцию и услуги естественных монополий (топливно-энергетический комплекс, железнодорожный транспорт, коммунальное хозяйство и др.), а также импортируемое сырье, материалы и оборудование. Повышение цен на продукцию и услуги естественных монополистов имеет две основные причины:

- 1) монопольное положение предприятий на рынке товаров и услуг;
- 2) высокий физический износ основного капитала у предприятий-монополистов.

В такой ситуации естественные монополисты сами вынуждены включать в цены на свою продукцию и услуги издержки, большие, чем те, которые бы они имели при условии обновления собственного производственного потенциала. Кроме того, они вынуждены за счет роста цен и тарифов мобилизовать дополнительные денежные ресурсы, необходимые для замены изношенных элементов основного капитала (производственных зданий и сооружений, машин и оборудования).

Ограничителями роста цен на товары и услуги монополистов являются: наличие совершенной конкуренции, платежеспособный спрос покупателей, регулирующая функция государства в экономике страны. Ни одно из этих условий в хозяйстве современной России в полной мере не соблюдается.

Длительность производственного и сбытового циклов. Чем быстрее сырье и материалы превращаются в готовую продукцию, а последняя, после ее реализации, — в наличные денежные средства, тем меньше иммобилизовано оборотных средств в материальные запасы, незавершенное производство, в готовую продукцию на складе и в дебиторскую задолженность. Более быстрой оборачиваемостью оборотных активов, чем все остальные отрасли, отличаются легкая и пищевая промышленность, розничная торговля и др.

Темпы роста объема производства и продажи товаров. Поскольку текущие финансовые потребности непосредственно связаны с объемом продаж (реализации продукции), постольку и размер их будет изменяться пропорционально объему оборота. Однако в данном случае растет не цена единицы товара, а их общее количество, что приводит к увеличению переменных и общих издержек. Кроме того, в условиях высокой инфляции предприятия часто создают крупные запасы сырья и материалов, чтобы не переплачивать за них после очередного повышения цен.

Сезонность производства и реализации продукции, снабжения сырьем и материалами. Разрыв между сроками поступления материальных ресурсов и платежей за них в определенные периоды года может привести предприятие к потере финансовой устойчивости (равновесия) и ликвидности. Подобная ситуация часто возникает у сельскохозяйственных предприятий, отличающихся ярко выраженной сезонностью производства и сбыта продукции.

Состояние рыночной конъюнктуры. Самое неприятное, что может случиться с продавцом на высококонкурентном рынке, — это остаться без денежной наличности для продолжения производственного (операционного) цикла вследствие трудностей со сбытом своей продукции (услуг). Изменение объема продаж под влиянием спроса на продукцию предприятия может быть трех типов:

- 1) сезонное — пик спроса приходится на определенные фазы годового цикла (товары для зимних и летних видов спорта, для школьников и т. д.);
- 2) циклическое — пик спроса приходится на определенные фазы годового цикла (строительство в летний период, растениеводство, переработка сельхозпродукции, геолого-разведочные работы и др.);
- 3) долговременное — спрос присутствует на протяжении года (радиовещание, телевидение, коммунальное хозяйство и др.).

Чтобы рационально управлять сбытовой политикой, целесообразно поддерживать запасы готовой продукции на разумном уровне. Плановая потребность в оборотных средствах по готовой продукции на складе устанавливается по формуле:

$$П_{zn} = ВП_0 \times Д, \quad (8.11)$$

где $П_{zn}$ — плановая потребность в оборотных средствах по готовой продукции на складе; $ВП_0$ — средневзвешенный выпуск продукции по себестоимости в расчетном периоде; $Д$ — норма запаса в днях.

Норма запаса включает время на складские операции и время на оформление расчетных документов и сдачу их в банк на оплату (1–2 дня).

Увеличение объема продаж приводит к росту дебиторской задолженности, ибо конкуренция вынуждает продавца привлекать покупателей более выгодными условиями предоставления коммерческого кредита (отсрочками платежа за товары) и скидками с цены товара (спонтанное финансирование).

Величина маржинального дохода. Его объем определяют по формуле:

$$МД = ВР - ПИ, \quad (8.12)$$

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

Норму маржинального дохода вычисляют по формуле:

$$H_{мд} = МД/ВР \times 100, \quad (8.13)$$

где $H_{мд}$ — норма маржинального дохода, %; $МД$ — маржинальный доход; $ВР$ — выручка (нетто) от реализации товаров.

Чем меньше объем маржинального дохода, тем в большей степени кредит поставщиков может компенсировать дебиторскую задолженность покупателей (клиентов). Противоречие между названными параметрами заключается в том, что при высокой норме маржинального дохода и, казалось бы, небольшой степени зависимости предприятия-продавца от закупок материальных ресурсов ему приходится просить своих поставщиков о более длительных отсрочках платежей за поставки. Время отсрочки платежа за поставки определяют по формуле:

$$B_o = ДЗ/КЗ, \quad (8.14)$$

где B_o — время отсрочки платежей, месяцы; $ДЗ$ — дебиторская задолженность в стоимостном выражении; $КЗ$ — кредиторская задолженность в стоимостном выражении.

Основная задача финансового менеджера в управлении оборотными активами предприятия состоит в том, чтобы активно снижать период оборачиваемости оборотных активов (включая дебиторскую задолженность) и увеличивать средний срок оплаты кредиторской задолженности (не нарушая деловых отношений с партнерами) для снижения величины текущих финансовых потребностей, не покрытой реальными источниками финансирования.

Способами покрытия текущих финансовых потребностей могут быть:

- коммерческий кредит, который часто сопровождается движением векселей;
- спонтанное финансирование;
- кредиторская задолженность;
- факторинг (инкассирование — продажа своей дебиторской задолженности коммерческим банкам или специализированным факторским компаниям);
- краткосрочный банковский кредит;
- краткосрочные займы, предоставляемые сторонними юридическими лицами (например, финансово-промышленными группами, холдингами и др.).

Спонтанное финансирование. Такое финансирование служит дополнительным источником покрытия текущих финансовых потребностей в виде скидок с цены товаров, предоставляемых поставщиком (продавцом) покупателю за сокращение

сроков расчетов. Предоставляя покупателю отсрочку платежа за товар, продавец выдает своему партнеру кредит, который не является бесплатным. Продавец идет на упущенную выгоду (прибыль) как минимум в сумме банковского процента, который он мог бы получить на эту сумму. В другой ситуации продавцу часто трудно реализовать свой товар, не предоставив коммерческий кредит покупателю, чтобы сохранить свои позиции на рынке. Если покупатель оплатит товар ранее намеченного срока, то можно воспользоваться скидкой с его цены. После этого срока покупатель платит по полной цене (без скидки), но в пределах договорного срока. Упущенную выгоду покупателя вычисляют по стандартной формуле:

$$\begin{aligned} \text{цена отказа от скидки (упущенная выгода покупателя)} &= \\ &= \text{процент скидки}/100 - \text{процент скидки} \times \\ &\quad \times 100 \times 365 \text{ дней}/D_c - L_c, \end{aligned} \quad (8.15)$$

где D_c — договорный срок оплаты, дни; L_c — льготный срок оплаты (период, в течение которого предоставляется скидка), дни.

Если результат превысит среднюю ставку банковского процента, то покупателю выгоднее обратиться в банк за кредитом и оплатить товар в течение льготного периода.

Упущенную выгоду продавца товара (скидку с цены товара, ожидание платежа, хотя и сокращенное) можно считать своеобразной компенсацией за успех в конкурентной борьбе.

Кредиторская задолженность. Подобная задолженность также служит источником финансирования текущих финансовых потребностей. Особенно важна она для малых предприятий. Преимущество у малых предприятий (при отрицательном значении чистого оборотного капитала) состоит в том, что кредиторская задолженность и краткосрочные кредиты банков выступают дополнительными источниками покрытия текущих финансовых потребностей. Малым предприятиям легче поменять знак чистого оборотного капитала (с плюса на минус) из-за сравнительно невысокой нормы маржинального дохода и удачного соотношения в сроках платежей за сырье и материалы и поступления за готовую продукцию.

Выбор того или иного способа финансирования текущих финансовых потребностей зависит от особенностей деятельности предприятия, его правового статуса, квалификации финансовых менеджеров и других внутренних и внешних факторов.

8.4. Финансовые решения по управлению денежными средствами и ликвидностью баланса

Денежные средства часто называют бесприбыльными активами. Они необходимы предприятию для закупки сырья и материалов, покупки полуфабрикатов и комплектующих изделий, оплаты услуг транспортных, коммунальных и других организаций, выплаты заработной платы, погашения задолженности кредиторам и т. д. Значение данного вида активов характеризуют некоторыми признаками:

- рутинностью — денежные средства используют для погашения текущих финансовых обязательств, поэтому между входящими и исходящими денеж-

ными потоками всегда существует разрыв во времени. В результате предприятие вынуждено постоянно накапливать свободные денежные средства на расчетном счете в банке;

- предосторожностью — деятельность предприятия не носит жестко регламентированного характера, поэтому денежная наличность необходима для покрытия непредвиденных платежей (неотложных нужд). В этих целях целесообразно создавать страховой запас денежной наличности;
- спекулятивностью — денежные средства необходимы по спекулятивным соображениям, так как постоянно существует малая вероятность того, что неожиданно появится возможность для выгодного инвестирования.¹

Денежные средства и краткосрочные ценные бумаги относят к наиболее ликвидным активам предприятия. В состав денежных средств включают деньги в кассе, на расчетных, валютных, депозитных и иных счетах в банках. Ценные бумаги — составляют краткосрочные финансовые вложения и включают фондовые инструменты других эмитентов, государственные и муниципальные краткосрочные облигации со сроком погашения до одного года. Денежные средства и легко реализуемые ценные бумаги часто называют денежными активами.

Финансовые обязательства оплачивают наличными деньгами, поэтому финансистам предприятий необходимо обеспечить достаточный объем наличных денег для покрытия краткосрочных обязательств. Выполнение этого условия требует новых методов управления наличными деньгами. Эти методы обеспечивают достижение нескольких целей, а именно:

- синхронизации поступлений и выплат денежных средств;
- ускорения денежных поступлений;
- пространственно-временной оптимизации банковских расчетов;
- контроль выплат (путем централизации расчетов с кредиторами в крупных фирмах, открытия счетов с нулевым сальдо и др.).

Актуальная проблема для финансовых менеджеров предприятий — установление нижнего предела остатка наличных денежных средств в национальной и иностранной валютах, которого достаточно для:

- своевременной оплаты счетов поставщиков, позволяющей воспользоваться предоставляемыми ими скидками с цены товара;
- поддержания постоянной кредитоспособности;
- оплаты непредвиденных расходов, возникающих в процессе коммерческой деятельности.

Решая данную проблему, необходимо иметь в виду, что иммобилизация денежных ресурсов в форме неснижаемого остатка денег на расчетном счете связана для предприятия с определенными потерями: с некоторой долей условности их величину можно оценить размером упущенной выгоды от участия в каком-либо инвестиционном проекте. Поэтому целесообразно учитывать два взаимоисключающих обстоятельства: поддержание текущей платежеспособности и получение дополнительной прибыли от вложения свободных денежных средств.

¹ Ковалев В. В. Финансовый анализ. Управление капиталом. Выбор инвестиций. Анализ отчетности. — М.: Финансы и статистика, 1997. С. 344–345.

Целый ряд факторов оказывает влияние на принятие решений о том, сколько денежных средств необходимо иметь в распоряжении, учитывая ликвидные активы предприятия, финансовый риск, объем долговых обязательств и сроки их погашения, возможность получать банковские кредиты в короткие сроки и на благоприятных условиях. Первокласные по кредитоспособности заемщики, которые имеют возможность получать кредиты по выгодным процентным ставкам, могут позволить себе более низкий уровень денежных средств, чем компании с более высокой долей заемных средств в пассиве баланса (свыше 50%) или с большим кредитным риском.

Управление денежными поступлениями включает быстрый сбор наличных денег и их аккумуляцию на счетах в банках, чтобы финансисты предприятий могли их контролировать и рационально использовать. Поскольку за средствами, находящимися в нескольких банках, трудно осуществлять контроль, большинство методов управления денежными поступлениями обеспечивают передачу с помощью электронной техники на несколько счетов или на один общий счет, так как централизованными счетами можно управлять более эффективно.

Цель управления выплатами — отсрочить платежи для сохранения максимальной суммы денежных средств в обращении как можно дольше, чтобы они приносили предприятию оптимальный доход. Вместе с тем необходимо иметь минимальный остаток денег на счетах в банках для своевременных расчетов по финансовым обязательствам с персоналом, кредиторами, акционерами и государством.

Управление кассовой наличностью сводится к доведению ее до минимальных размеров. Это позволяет увеличить средства, которые можно вложить в высокодоходные активы, такие как оборудование, материальные запасы, котируемые ценные бумаги крупных топливно-энергетических компаний и государства. Вложение денежных средств в высоколиквидные ценные бумаги обеспечивает предприятию постоянный резерв наличности, защиту от инфляции и дополнительный доход в форме процентов.

В рамках общей теории инвестирования денежные средства представляют собой частный случай вложения в материальные запасы. Поэтому к ним применимы общие требования теории управления запасами, т. е. необходим базовый запас денежных средств для текущих платежей; требуются дополнительные денежные средства для покрытия непредвиденных расходов; целесообразно располагать определенной суммой свободных денежных средств для обеспечения возможного расширения масштабов делового оборота.

В целях оптимизации объема денежных средств, необходимого предприятию, целесообразно оценить:

- общую величину денежных средств и их эквивалентов;
- какую их долю следует держать на расчетном счете в банке, а какую — в форме быстрореализуемых ценных бумаг;
- когда и в какой сумме осуществлять взаимную трансформацию денежных средств и быстрореализуемых элементов оборотных активов.

Для управления денежной наличностью в практике западных корпораций наибольшее распространение получили математические модели Баумоля, Миллера-Орра, Стоуна и Монте-Карло. По модели Баумоля, оптимальная величина

денежных средств ($C_{\text{опт.}}$), которая может быть получена в результате продажи ликвидных ценных бумаг или в результате займа, определяется по формуле:

$$C_{\text{опт.}} = \sqrt{\frac{2 \times F \times T}{K}}, \quad (8.16)$$

где F — постоянные транзакционные затраты по купле-продаже ценных бумаг или по обслуживанию полученного займа; T — общая сумма дополнительных денежных средств, необходимых для поддержания текущих операций в течение всего периода (года); K — относительная величина альтернативных затрат (полученного дохода), принимаемая в размере ставки дохода по ликвидным ценным бумагам или процента от предоставления имеющихся средств в кредит, доли единицы.

Существенным недостатком модели Баумоля является предположение об устойчивости и предсказуемости денежных потоков, кроме того, она не учитывает сезонности и цикличности производства. При использовании остальных моделей (Миллера-Орра, Стоуна, Монте-Карло) в расчет принимают возможную неопределенность денежных выплат и поступлений. Они достаточно широко представлены в специальной литературе по финансовому менеджменту и поэтому в данной работе не рассматриваются.¹

Непосредственное применение указанных моделей в России затруднено из-за неразвитости рынка корпоративных ценных бумаг, высоких темпов инфляции, нестабильной учетной ставки банковского процента и т. д.

На российских предприятиях мерилом возникновения финансовых затруднений является тенденция снижения доли денежных средств в составе оборотных активов при возрастании объема их краткосрочных обязательств. Поэтому ежемесячный анализ состояния денежных средств и наиболее срочных обязательств (срок погашения которых истекает в данном месяце) может дать объективную картину избытка (недостатка) денежных средств на предприятии.

Другим способом оценки достаточности денежных средств является определение длительности их оборота. С этой целью используют формулу:

$$ПО_{(dc)} = \frac{\overline{CO} \times D}{\text{оборот за период}}, \quad (8.17)$$

где $ПО_{(dc)}$ — период оборачиваемости денежных средств, дни; D — количество дней в расчетном периоде (30 дней — месяц, 90 дней — квартал, 365 дней — год); \overline{CO} — средний остаток денежных средств за расчетный период, тыс. руб.; оборот за период — средний кредитовый оборот денежных средств по счетам № 50, 51, 52, 55, 57 за расчетный период, тыс. руб.

Для того чтобы раскрыть реальное движение денежных средств на предприятии, оценить синхронность их поступления и расходования, а также увязать величину финансового результата с наличием денег у предприятия, необходимо исследовать направления притока и оттока денежных средств по данным бухгалтерской отчетности (по форме № 4 «Отчет о движении денежных средств»)².

¹ Ван Хорн Дж. Основы управления финансами / Пер. с англ. — М.: Финансы и статистика, 2000. С. 264–271; Бригхэм Ю, Гапенски Л. Финансовый менеджмент / Пер. с англ. под ред. В. В. Ковалева. — СПб.: Экономическая школа, 1997. Т. 2. С. 310–316.

² Бочаров В. В. Комплексный финансовый анализ. — СПб.: Питер, 2005, гл. 5.

Управление активами в широком аспекте связано с контролем ликвидности. Такие операции, как продажа основных средств, эмиссия долгосрочных ценных бумаг, реализация инвестиционных проектов, оказывают непосредственное влияние на ликвидность баланса предприятия.

В общем виде управление ликвидностью определяют возможностью компании покрывать свои краткосрочные финансовые обязательства за счет трансформации наиболее ликвидных активов в денежные средства.¹

Недостаток ликвидности характеризует:

- невозможность погасить наиболее срочные обязательства перед поставщиками, подрядчиками и иными контрагентами;
- упущенную выгоду в получении прибыли;
- рост задолженности персоналу по оплате труда;
- просроченные платежи государству по налогам и сборам и соответствующие им штрафные санкции и др.

Интегрированным параметром ликвидности выступает величина чистого оборотного капитала. Под ним понимают совокупность ликвидных активов или ликвидных резервов предприятия, которыми покрывают затраты, являющиеся результатом непредвиденных обстоятельств и неопределенности относительно его способности сбалансировать выплаты и поступления денежных средств.

Величина чистого оборотного капитала оказывает непосредственное влияние на выбор предприятием стратегии финансирования оборотных активов.

8.5. Выбор стратегии финансирования оборотных активов

Наличие у предприятия чистого оборотного капитала определяет уровень ликвидности его бухгалтерского баланса и эффективность использования оборотных активов. Поэтому любые изменения в составе образующих его элементов (текущих активов и пассивов) воздействуют на объем чистого оборотного капитала. Приемлемый рост его величины рассматривают как позитивную тенденцию в деятельности предприятия. Однако могут быть исключения из данного правила. Например, рост чистого оборотного капитала за счет безнадежной дебиторской задолженности не устроит финансового директора.

Одним из элементов оборотных активов являются материальные запасы. Издержки по их хранению связаны не только со складскими расходами, но и с риском порчи и устаревания изделий, а также с альтернативной стоимостью капитала, т. е. с нормой прибыли, которая может быть получена в результате иного вложения средств с эквивалентной степенью риска (инвестиции в ценные бумаги, валюту, недвижимость и т. д.).

Другой важный элемент оборотных активов — дебиторская задолженность. Когда одно предприятие продает товары другому партнеру (покупателю), то это не означает, что продукция будет оплачена немедленно. Неоплаченные счета за поставленную продукцию (или счета к получению) составляют большую часть дебиторской задолженности. Поэтому одной из ключевых проблем финансовых

¹ Основные коэффициенты ликвидности приведены в гл. 1, п. 1.11.

менеджеров при управлении дебиторской задолженностью является определение риска неплатежеспособности покупателей (клиентов), расчет прогнозного значения резерва по сомнительным долгам, а также проведение работы по взысканию долгов.

Денежные средства и легко реализуемые ценные бумаги (денежные активы) — это наиболее ликвидная часть оборотных активов. Перед финансовым директором всегда стоит задача выбора оптимального соотношения между наличными денежными средствами и вложениями в краткосрочные ценные бумаги. С одной стороны, всегда существуют преимущества, связанные с образованием приемлемого запаса денежных средств, что позволяет снизить риск дефицита денежной наличности для удовлетворения первоочередных требований кредиторов. С другой стороны, издержки хранения временно свободных денежных средств гораздо выше, чем затраты, связанные с вложением денег в краткосрочные ценные бумаги. Их можно условно принять в размере неполученной прибыли при возможном краткосрочном инвестировании (в форме процента, дисконта и пр.).

К текущим обязательствам относят краткосрочные кредиты, займы и кредиторскую задолженность, и прежде всего по расчетам с поставщиками и подрядчиками. Как правило, банки требуют документального подтверждения обеспеченности запрашиваемых кредитов реальным имуществом заемщика. При расчетах с кредиторами такого обеспечения не требуется. Таким образом, одни предприятия могут решать проблемы краткосрочного финансирования путем залога имеющихся реальных активов, другие — за счет их реализации, сдачи в аренду и т. д. Краткосрочные обязательства не могут быть источниками покрытия внеоборотных активов. При нулевом значении чистого оборотного капитала риск потери ликвидности достигает своего максимального значения, а с ростом значения этого показателя риск потери постепенно снижается. Если краткосрочная задолженность равна нулю, то чистый оборотный капитал достигает своего максимального значения и будет равен величине оборотных активов. В данном случае риск потери ликвидности отсутствует. В теории финансового менеджмента принято различать неадекватные стратегии финансирования оборотных активов исходя из отношения финансового директора к выбору источников покрытия мобильной их части.

Известно несколько моделей поведения при управлении оборотными активами: идеальная, агрессивная, консервативная и умеренная.

Выбор соответствующей модели сводится к определению объема долгосрочных пассивов и расчету на его основе чистого оборотного капитала (ЧОК):

$$\text{ЧОК} = \text{ДП} - \text{ВОА}, \quad (8.18)$$

где ДП — долгосрочные пассивы, включая собственный капитал и долгосрочные обязательства (разделы III и IV бухгалтерского баланса); ВОА — внеоборотные активы (раздел I баланса).

Каждой стратегии поведения финансового директора соответствует свое балансовое уравнение.

Идеальная модель краткосрочного финансирования построена на экономической природе оборотных активов и краткосрочных обязательств, их взаимном соответствии. Данная модель означает, что оборотные активы совпадают по вели-

чине с краткосрочными обязательствами, а чистый оборотный капитал равен нулю ($ЧОК = 0$). В реальной экономической жизни такая модель практически не встречается. С позиции ликвидности она наиболее рискованна, так как при неблагоприятных условиях (при необходимости единовременного погашения кредиторской задолженности) предприятие может оказаться перед выбором продажи части основных средств для погашения краткосрочных обязательств. На практике это будет означать снижение его производственного потенциала, что негативно скажется на его конкурентных преимуществах в будущем.

Содержание этой стратегии состоит в том, что долгосрочные пассивы устанавливаются на уровне внеоборотных активов, т. е. модель имеет вид:

$$ДП = ВОА; ЧОК = 0, \quad (8.19)$$

где $ДП$ — долгосрочные (фиксированные) пассивы (собственный капитал + долгосрочные обязательства); $ВОА$ — внеоборотные активы; $ЧОК$ — чистый оборотный капитал.

Для любого предприятия наиболее реальны другие модели управления оборотными активами. В их основу положено предположение, что для обеспечения ликвидности предприятия внеоборотные активы и стабильная (постоянная) часть оборотных активов должны возмещаться за счет долгосрочных пассивов:

$$ВОА + СЧ = ДП, \quad (8.20)$$

где $ВОА$ — внеоборотные (капитальные) активы; $ДП$ — долгосрочные (фиксированные) пассивы ($СК + ДО$); $СЧ$ — стабильная (постоянная) часть оборотных активов.

Следовательно, различие между моделями заключается в том, какие источники финансирования выбирают для покрытия варьирующей (переменной) части оборотных активов (рис. 8.3).

Агрессивная модель означает, что долгосрочные пассивы служат источником покрытия внеоборотных активов и стабильной части оборотных активов, т. е. того

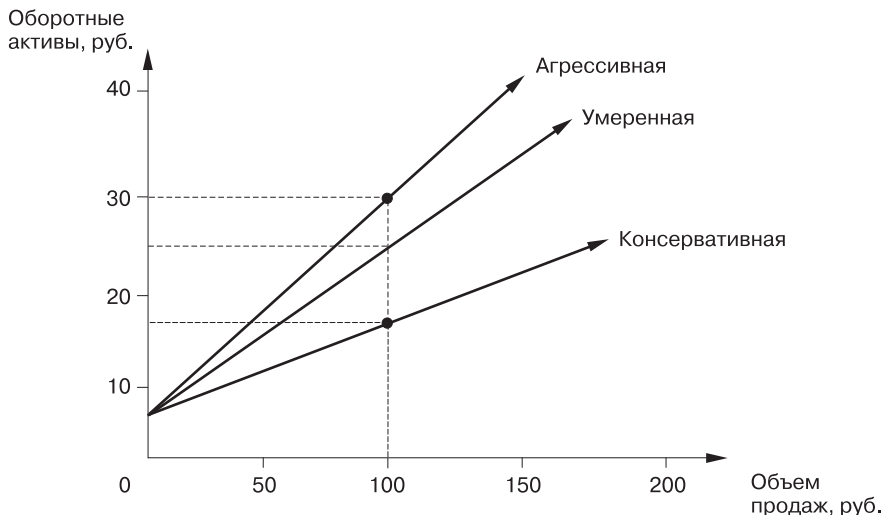


Рис. 8.3. Альтернативные модели политики инвестирования в оборотные активы

их минимума, который необходим для осуществления текущей деятельности предприятия. В этом случае чистый оборотный капитал равен данному минимуму:

$$ЧОК = СЧ, \quad (8.21)$$

где *ЧОК* — чистый оборотный капитал; *СЧ* — стабильная (постоянная) часть оборотных активов.

Варьирующая часть оборотных активов в полном объеме покрывается краткосрочной задолженностью. С позиции ликвидности эта модель очень рискованна, поскольку в реальной жизни ограничиться только минимумом оборотных активов очень сложно.

Балансовое уравнение может быть выражено формулой:

$$ДП = ВОА + СЧ, \quad (8.22)$$

где *ДП* — долгосрочные (фиксированные) пассивы; *ВОА* — внеоборотные (капитальные) активы; *СЧ* — стабильная (постоянная) часть оборотных активов.

Консервативная модель предполагает, что варьирующую часть оборотных активов также покрывают долгосрочными пассивами. В данном случае краткосрочная задолженность отсутствует, поэтому и нет риска потери ликвидности:

$$ЧОК = ОА, \quad (8.23)$$

где *ЧОК* — чистый оборотный капитал; *ОА* — оборотные активы.

Данная модель носит искусственный характер и предполагает установление долгосрочных пассивов на уровне, определяемом следующим балансовым уравнением:

$$ДП = ВОА + СЧ + ВЧ, \quad (8.24)$$

где *ДП* — долгосрочные (фиксированные) пассивы; *ВОА* — внеоборотные (капитальные) активы; *СЧ* — стабильная (постоянная) часть оборотных активов; *ВЧ* — варьирующая (переменная) часть оборотных активов.

Умеренная (компромиссная) модель наиболее реальна и жизнеспособна. При ее использовании внеоборотные активы (стабильная часть оборотных активов и примерно 50% их варьирующей части) возмещают за счет долгосрочных пассивов. Чистый оборотный капитал по величине равен стабильной части оборотных активов и половине их варьирующей части и рассчитывается по формуле:

$$ЧОК = СЧ + 0,5 \times ВЧ, \quad (8.25)$$

где *ЧОК* — чистый оборотный капитал; *СЧ* — стабильная (постоянная) часть оборотных активов; *ВЧ* — варьирующая (переменная) часть оборотных активов.

В отдельные периоды жизненного цикла предприятие может иметь излишние оборотные активы, что отрицательно влияет на объем прибыли из-за необходимости уплачивать налог на имущество. Однако этот факт рассматривают как плату за поддержание риска потери ликвидности на приемлемом уровне, что позволяет сохранять нормальную платежеспособность. Умеренная стратегия предполагает установление долгосрочных пассивов на уровне, определяемом следующим балансовым уравнением:

$$ДП = ВОА + СЧ + 0,5 \times ВЧ, \quad (8.26)$$

где *ДП* — долгосрочные (фиксированные) пассивы; *ВОА* — внеоборотные (капитальные) активы; *СЧ* — стабильная (постоянная) часть оборотных активов; *ВЧ* — варьирующая (переменная) часть оборотных активов.

Следовательно, выбор соответствующей модели управления оборотными активами зависит от положения предприятия на товарном и финансовом рынках, его финансовой устойчивости и гибкости, квалификации финансовых менеджеров и от иных факторов объективного и субъективного характера.

8.6. Определение политики комплексного оперативного управления оборотными активами и краткосрочными обязательствами

Содержание данной политики заключается:

- в выборе оптимальной и рациональной структуры оборотных активов с учетом специфики деятельности каждого предприятия. При этом следует ориентироваться на следующую примерную их структуру: запасы — 65%; дебиторская задолженность — 25; денежные активы и их эквиваленты — 10%;
- в определении объема и структуры источников финансирования оборотных активов.

Чтобы снизить влияние неопределенности и риска, финансовый директор компании должен проявлять гибкость при выборе источников финансирования оборотных активов, увеличивать собственный капитал и регулировать активы таким образом, чтобы они соответствовали изменившимся условиям делового оборота.

Различают три типа политики управления оборотными активами: агрессивную, консервативную и умеренную. Признаки агрессивной политики следующие:

- предприятие не ставит каких-либо ограничений в увеличении оборотных активов;
- оно накапливает запасы сырья и материалов, готовой продукции, увеличивает дебиторскую задолженность и свободные остатки без серьезных ограничений.

В результате доля оборотных активов в объеме имущества высока (более 50%), а период их оборачиваемости длителен (свыше 90 дней).

Агрессивная политика способна снизить риск технической неплатежеспособности, но не может обеспечить высокую ликвидность и рентабельность активов.

Характерными признаками консервативной политики управления оборотными активами является то, что предприятие сдерживает рост текущих активов и стремится их минимизировать. В результате удельный вес оборотных активов в общем объеме имущества невелик (менее 40%), а период их оборачиваемости сравнительно небольшой (50–60 дней). Подобную политику предприятие проводит в условиях достаточно определенной ситуации, когда объем продаж, сроки поступлений и сроки их поставки заранее известны, либо при жесткой экономии всех видов ресурсов.

Консервативная политика управления оборотными активами обеспечивает высокую рентабельность оборотных активов, но несет в себе риск значительной

технической неплатежеспособности из-за непредвиденных изменений ситуации на товарном и финансовом рынках.

Умеренная политика управления оборотными активами занимает промежуточное положение. Для нее характерен средний уровень рентабельности и оборачиваемости активов (табл. 8.2).

Таблица 8.2

Признаки и результаты показателей при различных типах политики управления оборотными активами по ОАО

Показатели	Типы политики		
	агрессивная	умеренная	консервативная
Выручка (нетто) от реализации продукции, млн руб.	140,8	140,8	140,8
Бухгалтерская прибыль (прибыль до налогообложения), млн руб.	15,8	15,8	15,8
Внеоборотные активы	33,8	33,9	32,8
Оборотные активы	36,6	27,7	20,0
Общая величина активов (имущества), млн руб.	70,4	61,6	52,8
Удельный вес оборотных активов в имуществе, %	52,0	45,0	38,0
Рентабельность активов (стр. 2/стр. 5 × 100), %	22,4	25,6	29,9
Рентабельность оборотных активов (стр. 2/стр. 4 × 100), %	43,2	57,0	79,0
Коэффициент оборачиваемости оборотных активов (стр. 1/стр. 4), оборот	3,85	5,08	7,04
Продолжительность одного оборота (365 дней/стр. 9), дней	94,8	71,9	51,8

Каждому типу управления оборотными активами должна соответствовать определенная политика их финансирования, т. е. управления краткосрочными обязательствами (разделом V бухгалтерского баланса). Признаком агрессивной политики управления текущими пассивами служит значительный удельный вес (более 50%) краткосрочных кредитов и займов в общей сумме пассивов. При подобной политике у предприятия может вырасти эффект финансового левериджа (рычага) до 30–50% рентабельности активов, что соответствует его стандартному значению. Однако увеличатся и постоянные издержки за счет процентных платежей по заемным средствам. В результате повысится и сила воздействия производственного рычага (маржинальный доход: прибыль), что может свидетельствовать о росте предпринимательского риска, связанного с данным предприятием.

Признаком консервативной стратегии управления краткосрочными обязательствами служит отсутствие или низкий удельный вес краткосрочных кредитов и займов в валюте баланса. Внеоборотные и оборотные активы покрывают в данном случае только собственным капиталом и долгосрочными обязательствами (конечно, при участии кредиторской задолженности).

Признаком умеренной политики служит нейтральный удельный вес краткосрочных кредитов и займов в валюте баланса. Следует отметить, что при консервативной политике управления оборотными активами ей может соответствовать умеренный или консервативный тип политики управления краткосрочными обязательствами, но не агрессивный. Умеренной политике управления оборотными активами может соответствовать любой тип управления краткосрочными обязательствами. Наконец, агрессивной политике управления оборотными активами может соответствовать агрессивный или умеренный тип управления краткосрочными обязательствами, но не консервативный.

Таким образом, выбор соответствующих источников финансирования оборотных активов в конечном итоге определяет параметры между эффективностью использования данных активов и уровнем риска, влияющего на финансовую устойчивость, платежеспособность и доходность предприятия. Осмотрительность в управлении оборотными активами позволяет существенно снизить уровень предпринимательского и финансового рисков, связанных с деятельностью любого предприятия.

8.7. Финансовые решения по выбору источников формирования оборотных активов

Решения финансового директора по управлению финансированием оборотных активов подчинены целям обеспечения необходимой потребности в них соответствующими финансовыми ресурсами и оптимизации структуры этих ресурсов. Увеличение потребности в оборотных активах (по активу баланса) всегда сопровождается оттоком денежных средств, который требует соответствующих источников возмещения (по пассиву баланса). Исходя из классификации оборотных активов на валовые и чистые источники их финансирования систематизируют на собственные, заемные и привлеченные (рис. 8.4).

В составе собственных источников финансирования оборотных активов приоритетная роль принадлежит чистому оборотному (рабочему) капиталу. Он должен составлять не менее 10% от общего объема оборотных активов. Чем выше доля чистого оборотного капитала в составе оборотных активов, тем устойчивее финансовое состояние предприятия. Желательно, чтобы данный капитал покрывал не менее 50% запасов, остальные 50% возмещают за счет кредиторской задолженности и краткосрочных кредитов банков.

К заемным источникам формирования оборотных активов относят краткосрочные кредиты и займы. Коммерческие банки предоставляют краткосрочные ссуды своим клиентам на основе кредитных договоров. Объектами кредитования являются сезонные запасы и затраты производства, временное восполнение недостатка собственных оборотных средств, осуществление расчетов и т. д.

Коммерческие кредиты других предприятий (продавцов) представляют, как правило, в форме отсрочки платежей за поставляемые товары и сопровождаются движением векселей. Кроме того, возможен выпуск в обращение долговых ценных бумаг — облигаций, коммерческих векселей и др. Несмотря на платность за пользование, привлечение их в оборот предприятия может существенно повысить рентабельность собственного капитала за счет влияния эффекта финансово-



Рис. 8.4. Источники вложений в оборотные (текущие) активы предприятий

го рычага (левериджа).¹ Обязательным условием получения такого эффекта является превышение рентабельности активов над средней процентной ставкой за кредит ($P_a > СП$).

К привлеченным средствам относят кредиторскую задолженность. Она может быть связана с принятой в России системой безналичных денежных расчетов за отгруженную продукцию, а также может возникнуть вследствие нарушения платежной дисциплины. Это наиболее значительная часть кредиторской задолженности. Она может быть выше у малых предприятий, которые не всегда имеют возможность привлечь заемные источники финансирования.

Последовательность действий финансового директора предприятия по формированию политики финансирования оборотных активов традиционна и состоит в следующем.

1. Изучение источников образования оборотных активов в предыдущем периоде (оценка достаточности денежных ресурсов, инвестированных в текущие активы, анализ динамики чистого оборотного капитала и определение его доли в объеме оборотных активов, оценка достаточности текущего финанси-

¹ Данный эффект представляет собой приращение (прибавку) к доходности собственного капитала, полученное благодаря привлечению кредита, несмотря на его платность.

- рования для потребностей производственного и финансового циклов предприятия).
2. Принятие политики формирования оборотных активов на предстоящий период с позиции доходности и риска финансово-хозяйственной деятельности. В процессе разработки стратегии финансирования оборотных активов используют три подхода: агрессивный, умеренный и консервативный. Агрессивный подход создает проблемы с поддержанием текущей финансовой устойчивости и платежеспособности. Вместе с тем он позволяет осуществлять текущую деятельность с минимальной величиной чистого оборотного капитала, что обеспечивает наиболее высокий уровень рентабельности собственного капитала. Умеренный подход формирует приемлемый уровень финансовой устойчивости и платежеспособности, а также рентабельность собственного капитала, приближенную к среднерыночной норме прибыли на функционирующий капитал. При консервативном подходе величина чистого оборотного капитала достигает своего максимального значения, что обеспечивает достаточно высокий уровень финансовой устойчивости (за счет минимизации объема и доли заемных источников в капитале). В результате происходит рост затрат собственного капитала на финансирование оборотных активов, что приводит к снижению уровня его доходности.
 3. Оптимизация объема и структуры источников формирования оборотных активов, т. е. установление приемлемого для предприятия соотношения между:
 - ◆ чистым оборотным капиталом;
 - ◆ краткосрочными кредитами и займами;
 - ◆ кредиторской задолженностью;
 - ◆ прочими краткосрочными обязательствами.

Процедура планирования включает расчеты прогнозных объемов запасов, дебиторской задолженности, денежных средств и прочих оборотных активов, а также источников их финансирования. На практике довольно часто используют схему формирования бюджета оборотных активов, представленную на рис. 8.5.

Прогноз бюджета оборотных активов разрабатывает служба финансового директора на предстоящий квартал (год). После составления данного бюджета финансовая служба предприятия осуществляет контроль за его исполнением в течение планируемого периода (за год в целом и по кварталам).

Логика управления оборотными активами связана со способностью предприятия обеспечивать денежными ресурсами его производственную и инвестиционную деятельность.

8.8. Взаимосвязь оборотных активов с движением денежных потоков

Денежные потоки выступают объектом изучения финансового менеджмента. В процессе их формирования и направлений использования возникают различные финансовые отношения предприятий с внутренними и внешними партнерами и с государством. Эти отношения выражаются в выплате дивидендов и процентов акционерам и кредиторам, налогов и сборов в бюджетный фонд и др.



Рис. 8.5. Формат бюджета оборотных активов предприятия

В данное направление деятельности хозяйствующих субъектов включают:

- анализ формирования и движения денежных потоков по данным бухгалтерской отчетности;
- изучение их влияния на финансовую устойчивость предприятия;
- определение резерва денежной наличности для поддержания его нормальной платежеспособности;
- прогноз будущих денежных потоков.

Определим наиболее важные понятия, характеризующие денежные потоки. Приток денежных средств на предприятие осуществляется за счет выручки от продажи товаров (работ, услуг), полученных кредитов и займов, поступлений арендной платы за сданное в аренду имущество и т. д. Отток денежной наличности возникает вследствие: покрытия текущих (эксплуатационных) издержек, инвестиционных затрат (включая пополнение оборотного капитала), выплат акционерам и кредиторам, платежей в бюджет и в государственные внебюджетные фонды и пр.

Чистый приток денежных средств (резерв денежной наличности) — разница между всеми поступлениями и отчислениями денежных средств по предприятию в целом, а также по видам деятельности (текущей, инвестиционной и финансовой).

Управление денежными потоками особенно важно для предприятия с точки зрения необходимости:

- регулирования ликвидности его баланса;

- оптимизации текущих издержек в процессе производства и реализации продукции (товаров, работ, услуг);
- оценки и регулирования краткосрочных потребностей в собственных оборотных средствах;
- планирования временного лага между капитальными вложениями и источниками их финансирования;
- прогнозирования экономического роста.

Чтобы рационально управлять денежными потоками, важно установить:

- их величину за определенное время;
- каковы их приоритетные элементы (по притоку и оттоку средств);
- какие виды деятельности генерируют наибольший приток денежной наличности, а какие потребляют ее основной объем.

Двумя основными методами расчета величины денежных потоков являются прямой и косвенный.

Прямой метод основан на отражении итогов операций (оборотов) по счетам предприятия. При этом операции группируют по трем видам деятельности. Необходимые данные для заполнения расчетной формы можно получить непосредственно из регистров бухгалтерского учета.

Прямой метод позволяет:

- показать основные источники притока и направления оттока денежных средств;
- делать оперативные выводы относительно достаточности средств для платежей по текущим обязательствам;
- установить взаимосвязь между объемом продажи товаров (работ, услуг) и выручкой в денежной форме за отчетный период.

Прямой метод непосредственно связан с бухгалтерскими регистрами (главной книгой, журналами-ордерами и др.) и удобен для контроля за поступлением и расходованием денежных средств. Вместе с тем при использовании данного метода нет четкой взаимосвязи между денежными потоками и оборотными активами. Недостатком данного метода является также то, что он не раскрывает взаимосвязи полученного финансового результата (прибыли) и абсолютного размера денежных средств предприятия. Чистое изменение денежных средств представляет собой разницу между общим притоком денежной наличности и ее оттоком за определенный период (квартал, год). Остаток денежных средств на конец расчетного периода устанавливают как сумму этого остатка на начало периода и сальдо чистого изменения денежных средств за расчетный период «О движении денежных средств» (по форме № 4) как в разрезе отдельных видов деятельности, так и по предприятию в целом.

Косвенный метод предпочтителен с аналитической точки зрения, так как позволяет определить взаимосвязь полученной прибыли с изменением величины денежных средств. Расчет денежных потоков косвенным методом ведут от показателя чистой прибыли с соответствующими ее корректировками на статьи, не отражающие движения реальных денежных средств по счетам бухгалтерского учета (например, амортизационные отчисления). В практике российских пред-

приятий неденежные операции чаще всего представлены бартером, относящимся к текущей деятельности. Наличие подобных сделок может быть установлено путем анализа корректировок при расчете денежных потоков косвенным методом. Корректировки могут как увеличивать, так и понижать сумму чистой прибыли. Если имеется чистый убыток по результатам отчетного периода, косвенный метод базируется на данном убытке. Возможно, что последующие корректировки могут превысить убыток и чистый результат движения денежных средств от текущей деятельности окажется положительным, несмотря на чистый убыток, определенный по методу начислений. Расчет движения денежных средств косвенным методом представлен в табл. 8.3.

Таблица 8.3
Расчет движения денежных потоков по ОАО за отчетный год (косвенный метод)

Показатели	Сумма, тыс. руб.
I. Движение денежных средств от текущей деятельности	
Чистая прибыль	35475
Начисленный износ по основным средствам и нематериальным активам (по данным главной книги)	7008
Увеличение запасов	-2569
Рост дебиторской задолженности	-5824
Увеличение НДС по приобретенным ценностям	-943
Увеличение краткосрочных финансовых вложений	-906
Рост кредиторской задолженности	8078
Снижение задолженности участников по выплате доходов	-35
Снижение доходов будущих периодов	-136
Снижение резерва предстоящих расходов	-23
Увеличение прочих краткосрочных обязательств	957
Изменение денежных средств от текущей деятельности — итого	41082
II. Движение денежных средств от инвестиционной деятельности	
Увеличение статей внеоборотных активов	-29263
Изменение денежных средств от инвестиционной деятельности	-29263
III. Движение денежных средств от финансовой деятельности	
Снижение долгосрочных обязательств	-389
Изменение денежных средств от финансовой деятельности	-389
Изменение состояния денежных средств (41082 – 29363 – 389)	11430
Денежные средства на начало отчетного периода	2339
Денежные средства на конец года (11430 + 2339)	13769

Для предприятий, располагающих значительными внеоборотными активами, привлекающих кредиты банков и использующих денежные средства для увеличения чистого оборотного капитала, удобнее использовать показатель чистых денежных поступлений (потоков), который определяют по формуле:¹

¹ Родионова В. М., Федотова М. А. Финансовая устойчивость предприятия в условиях инфляции. — М.: Перспектива, 1995. С. 84–85.

$$\begin{aligned} & \text{чистые денежные поступления (потоки)} = \\ & = \text{чистый доход в форме прибыли} + \text{амортизационные отчисления} + \\ & + \text{увеличение долгосрочной задолженности} - \text{прирост чистого} \quad (8.27) \\ & \quad \quad \quad \text{оборотного капитала.} \end{aligned}$$

Взаимосвязь оборотных активов с денежными потоками выражается в изменении их отдельных элементов и влиянии этого изменения на чистый денежный поток. Увеличение вложений в оборотные активы приводит к снижению чистого денежного потока, и наоборот.

Следовательно, с помощью косвенного метода можно установить, где конкретно овеществлена прибыль предприятия или в какие статьи вложены реальные денежные средства. Данный метод основан на изучении «Отчета о прибылях и убытках» (по форме № 2) и бухгалтерского баланса, а также материалов синтетического и аналитического учета предприятия. На основе применения косвенного метода можно определить наиболее проблемные места в деятельности предприятия (концентрацию иммобилизованных денежных средств) и разработать меры по выходу из неблагоприятной ситуации. Анализ отчетов о состоянии денежных средств предоставляет специалистам предприятия широкие возможности для понимания сути финансовых операций, так как позволяет реально оценить итоги прошлой деятельности и сделать прогноз на будущее.

На практике прямой и косвенный методы анализа и оценки движения денежных потоков тесно взаимосвязаны и дополняют друг друга.

Глава 9

ПРИНЯТИЕ РЕШЕНИЙ ПО УПРАВЛЕНИЮ ДОХОДАМИ, РАСХОДАМИ И ПРИБЫЛЬЮ

9.1. Содержание и классификация доходов

С понятием «доход» связан комплекс управленческих решений, принимаемых руководством предприятия по его формированию, распределению, использованию, учету и контролю.

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

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

- НДС, акцизов, экспортных пошлин и иных аналогичных обязательных платежей в бюджетный фонд государства;
- по договорам комиссии, агентским и иным аналогичным договорам в пользу комитента, принципала и др.;
- авансов в счет оплаты продукции (работ, услуг);
- задатка;
- в залог, если договором предусмотрена передача заложенного имущества залогодержателю;
- в погашение кредита, займа, предоставленного заемщику.

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

- доходы от обычных видов деятельности;
- операционные доходы;
- внереализационные доходы.

Доходы, отличные от доходов от обычной деятельности, считают прочими поступлениями (например, чрезвычайные доходы). Доходы от обычных видов деятельности — это выручка, которую получает предприятие от реализации своей продукции (товаров, работ, услуг).

Под выручкой от реализации понимают также денежную оценку дебиторской задолженности покупателей, которая возникает у предприятия-продавца в ре-

зультате отгрузки продукции (товаров), выполнения работ и оказания услуг. Эта дебиторская задолженность может быть оплачена (погашена) покупателями следующими способами:

1) с позиции момента оплаты:

- ◆ после отгрузки продукции (товаров), выполнения работ и оказания услуг, т. е. покупателю предоставляют коммерческий кредит;
- ◆ до отгрузки продукции (товаров), выполнения работ и оказания услуг на условиях предоплаты;

2) с позиции техники расчета:

- ◆ перечислением денежных средств с расчетного счета покупателя на расчетный счет продавца (путем выписки платежного поручения);
- ◆ передачей имущества в материальной форме (бартерный обмен);
- ◆ зачетом встречного денежного требования покупателя к продавцу (взаимозачет).

Выручку принимают к бухгалтерскому учету в сумме, исчисленной в денежном выражении, равной величине поступления денежных средств и иного имущества и/или величине дебиторской задолженности. Если величина поступления покрывает лишь часть выручки от реализации, то выручку, принимаемую к бухгалтерскому учету, определяют как сумму поступления и дебиторской задолженности (в части, не покрытой поступлением).

Величину поступления и/или дебиторской задолженности определяют исходя из цены, установленной договором между предприятием (продавцом) и покупателем (заказчиком) или пользователем его активов. Если цена не представлена в договоре и не может быть установлена исходя из его условий, то для определения величины поступления и/или дебиторской задолженности принимают цену, по которой в сравнимых обстоятельствах предприятие определяет выручку по аналогичной продукции (товарам, работам и услугам) либо по предоставленным во временное пользование (владение) идентичным активам.

При продаже продукции (товаров) на условиях коммерческого кредита, предоставляемого в виде отсрочки и рассрочки оплаты, выручку принимают к бухгалтерскому учету в полной сумме дебиторской задолженности.

При формировании в соответствии с правилами бухгалтерского учета резервов сомнительных долгов величину выручки не корректируют. Выручка от реализации продукции оказывает непосредственное влияние на конечный финансовый результат деятельности предприятия.

1. Значительная часть выручки от реализации служит источником возмещения издержек на производство и сбыт продукции, что обеспечивает самокупаемость текущей деятельности предприятия.
2. Часть выручки от реализации служит источником налоговых выплат (налога на прибыль и других аналогичных обязательных платежей в бюджет).
3. Наконец, из выручки от реализации образуется чистая прибыль, которая является финансовой базой для формирования фондов потребления, накопления и резервного. Реализация данной задачи обеспечивает самофинансирование развития предприятия в предстоящем периоде.

4. Выручка от реализации дает представление о масштабах производства и сбыта продукции в стоимостной форме.

Операционные доходы — это доходы, возникающие в результате использования активов предприятия способами, отличными от основного вида деятельности. В их состав включают:

- доходы от платного предоставления предприятием своих активов во временное владение и пользование;
- поступления, связанные с предоставлением за плату прав на использование патентов на изобретения, промышленные образцы и другие виды интеллектуальной собственности;
- доходы, связанные с участием в уставных капиталах других организаций (включая проценты и иные доходы по ценным бумагам);
- прибыль, полученную предприятием в результате совместной деятельности (по договору простого товарищества);
- поступления от продажи основных средств и иных активов, отличных от денежных средств (кроме иностранной валюты), продукции и товаров;
- проценты, полученные за предоставление в пользование денежных средств предприятия, а также проценты за использование банком денежных средств, находящихся на счете организации в этом банке.

К внереализационным доходам относят доходы, непосредственно не связанные с использованием активов предприятия, а именно:

- штрафы, пени, неустойки за нарушение условий договоров;
- активы, полученные безвозмездно, в том числе по договору дарения;
- поступления в возмещение причиненных предприятию убытков;
- прибыль прошлых лет, выявленная в отчетном году;
- суммы кредиторской и депонентской задолженности, по которым истек срок исковой давности;
- суммы дооценки активов;
- курсовые разницы;
- прочие внереализационные доходы.

В бухгалтерском учете и отчетности выручку от реализации признают при наличии следующих условий:

- предприятие имеет право на ее получение, вытекающее из конкретного договора или подтвержденное иным способом;
- сумма выручки может быть определена;
- присутствует уверенность в том, что в результате конкретной операции произойдет увеличение экономических выгод предприятия (например, организация получила актив в оплату, отсутствует неопределенность в получении актива);
- право собственности (владения, пользования и распоряжения) на продукцию (товар) перешло от продавца к покупателю или работа принята заказчиком (услуга оплачена);
- расходы, которые произведены или будут понесены в связи с данной операцией, могут быть определены.

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

Предприятие может признать в бухгалтерском учете выручку от реализации продукции с длительным циклом изготовления по мере ее готовности или по завершении изготовления продукции в целом. Выручку от выполнения конкретной работы (услуги), продажи изделия признают в учете по мере готовности, если возможно установить готовность работы (услуги), изделия.

В отношении различных по характеру и условиям выполнения работ, оказания услуг, изготовления изделий предприятие может использовать в одном отчетном периоде одновременно разные способы признания выручки от реализации. Если выручка от продажи продукции (работ, услуг) не может быть достоверно установлена, то ее принимают к бухгалтерскому учету в размере признанных расходов по изготовлению данной продукции, которая будет оплачена предприятию в будущем периоде.

Арендную плату, лицензионные платежи за пользование объектами интеллектуальной собственности (когда они не являются предметом деятельности предприятия) признают в бухгалтерском учете исходя из допущения временной определенности фактов хозяйственной деятельности и условий соответствующего договора.

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

В составе информации об учетной политике предприятия в бухгалтерской отчетности подлежат раскрытию как минимум следующие данные:

- о порядке признания выручки от реализации;
- о способе определения готовности работ, услуг, продукции, выручка от выполнения, оказания, продажи которых признается по мере готовности.

В отчете о прибыли и убытках доходы предприятия за отчетный период отражают с подразделением на выручку от продаж, операционные доходы и внереализационные доходы, а в случае возникновения — чрезвычайные доходы.

Построение бухгалтерского учета должно обеспечить возможность получения информации о доходах в разрезе текущей, инвестиционной и финансовой деятельности предприятия.

В налоговом учете в качестве самостоятельных групп доходов для целей налогообложения выделяют:¹

- доходы от реализации товаров (работ, услуг) и имущественных прав (выручка от реализации);
- внереализационные доходы;
- доходы, не учитываемые при определении налогооблагаемой базы для расчета налога на прибыль.

¹ В налоговом учете вместо термина «продажа», присущего нормативным актам по бухгалтерскому учету, используют более привычное для российских условий понятие — «реализация».

Доходом от реализации признают выручку от реализации товаров (работ, услуг) как собственного производства, так и ранее приобретенных, а также выручку от продажи имущества и имущественных прав. Поступления в форме выручки могут быть выражены как в денежной форме, так и в натуральной, переведенной в стоимостную оценку. Следовательно, в НК РФ не выделены в самостоятельную группу доходы от реализации основных средств и иного имущества, которые по правилам бухгалтерского учета отражают в составе операционных доходов. Ко второй группе доходов отнесены внереализационные доходы, которые не связаны с выручкой от реализации продукции (работ, услуг). Они приведены в Налоговом кодексе путем простого перечисления (ст. 250).

В самостоятельный объект налогового мониторинга выделены доходы, которые не учитывают при определении налоговой базы. Они представлены также в виде простого перечисления (ст. 251 НК РФ). Указанные доходы устанавливают на основании первичных документов и данных регистров налогового учета конкретного налогоплательщика.

Выручку от продажи товаров (продукции) классифицируют по двум видам:

- 1) выручка (брутто) от продажи продукции (товаров, работ, услуг), включая косвенные налоги;
- 2) выручка (нетто) от продажи продукции (товаров, работ, услуг) без косвенных налогов (НДС, акцизов и таможенных пошлин):

$$ЧВР = ВВР - \text{косвенные налоги}, \quad (9.1)$$

где $ЧВР$ — чистая выручка от реализации (включая прямые налоги); $ВВР$ — валовая выручка от реализации.

Наряду с абсолютными значениями в процессе управления выручкой от реализации используют относительные параметры:

$$K_{\text{чep}} = ЧВР/ВВР, \quad (9.2)$$

где $K_{\text{чep}}$ — коэффициент чистой выручки от реализации, доли единицы.

Этот показатель дает представление об объеме налогообложения валовой выручки от реализации:

$$K_{\text{oa}} = ЧВР/\bar{A}, \quad (9.3)$$

где K_{oa} — уровень (коэффициент) отдачи активов предприятия; \bar{A} — средняя стоимость используемых активов за расчетный период (год, квартал).

Данный коэффициент характеризует способность активов генерировать чистую выручку от реализации.

Объем выручки от реализации зависит от ряда факторов:

- 1) уровня реализационных цен;
- 2) объема реализации произведенной продукции;
- 3) уровня налогообложения ВВР.

Приведенные факторы носят агрегированный характер, т. е. сами складываются под влиянием факторов второго порядка:

- емкости товарного рынка;
- уровня конкуренции;
- маркетинговой политики;

- рекламной кампании;
- качества и ассортимента выпускаемой продукции;
- форм расчетов за продукцию (безналичные денежные расчеты, бартерный обмен, взаимозачеты) и т. д.

Ценовая политика является одним из ключевых методов управления выручкой от реализации, которая обеспечивает наиболее важные приоритеты производственного и научно-технического развития предприятия. Она непосредственно влияет на масштабы текущей деятельности, формирование маркетинговой стратегии и финансовое состояние предприятия. Кроме того, ценовая политика представляет собой действенный инструмент укрепления его позиций на товарном рынке. При анализе уровня цен целесообразно обращать внимание на следующие аспекты их применения:

- насколько цены отражают уровень издержек производства и инвестиционную составляющую;
- какова вероятность реакции покупателей на изменение цен (эластичность спроса);
- насколько эффективна политика стимулирующих цен (скидок с цены товара);
- привлекательны ли цены предприятия-продавца по сравнению с ценами конкурентов и др.

На практике наиболее часто применяют следующие методы ценообразования:

- расчет цены исходя из себестоимости товара и прибыли (в процентном отношении к себестоимости или на вложенный капитал);
- ориентация на покупательский спрос продукции, выпускаемой предприятием (чем выше спрос, тем больше цена продукции, и наоборот; в результате при неизменной себестоимости товары продают по разным ценам исходя из места и времени продаж);
- использование среднеотраслевых цен;
- ориентация на цены продукции, выпускаемой предприятиями-конкурентами (ценового лидера), и др.

Ассортиментная политика оказывает непосредственное воздействие на величину выручки от реализации и прибыли, а также приток денежных средств без значительных инвестиций.

Чтобы определить оптимальный ассортимент продукции, необходимо рассмотреть следующие аспекты:

- 1) что выпускает предприятие;
- 2) какие изделия быстро и выгодно продаются;
- 3) возможно ли расширить рынок сбыта тех товаров, которые обеспечивают наибольшую выгоду предприятию?

Для ответа на эти вопросы целесообразно:

- составить перечень различных видов деятельности в порядке их приоритетности;
- оценить существующие преимущества и недостатки для предприятия выпуска отдельных изделий (оказания услуг) с позиции их влияния на объем продаж и прибыли;

- выбрать для дальнейшего производства наиболее выгодные для предприятия изделия, пользующиеся повышенным спросом на товарном рынке (с позиции их рентабельности).

При помощи соответствующих процедур управления ассортиментом можно разработать бюджеты продаж и закупок материальных ресурсов в рамках выделенного объема финансирования.

9.2. Планирование (прогнозирование) выручки от реализации продукции

Планировать выручку от продаж необходимо для:

- 1) определения прибыли;
- 2) составления оперативных финансовых планов (платежного баланса, консолидированного и функциональных операционных бюджетов);
- 3) оценки стоимости предприятия (при доходном подходе) и др.

Планирование выручки от реализации подчинено главной цели — управлению прибылью и обеспечивается системой мероприятий по расчету отдельных видов доходов. Главными исходными предпосылками для планирования выручки являются:

- разработанная производственная программа, которая определяет объем и состав производимой продукции (на квартал, полугодие, год);
- целевая сумма прибыли от продаж — операционной прибыли (Earnings Before Interest and Taxes, *EBIT*);
- разработанная ценовая политика;
- снабженческо-сбытовая политика.

Процедуры планирования выручки от реализации следующие:

- анализ выручки от реализации в отчетном (предплановом) периоде;
- оценка и прогнозирование конъюнктуры товарного рынка;
- расчет плановой величины выручки от реализации;
- разработка мероприятий по обеспечению выполнения плана по выручке от реализации.

Общая формула для расчета прогнозной величины выручки от реализации (*BP*) следующая:

$$BP = O_1 + T - O_2, \quad (9.4)$$

где O_1 и O_2 — остатки готовых изделий на складе и в отгрузке на начало и конец расчетного периода по себестоимости (года, квартала); T — товарный выпуск продукции по плану предприятия в расчетном периоде по рыночным ценам.

Расчет выручки от реализации продукции прямым методом представлен в табл. 9.1.

В ряде случаев плановую выручку от реализации определяют не по каждому изделию (группе однородных изделий), а по всей продукции исходя из прогнозного объема товарного выпуска в рыночных ценах и изменения остатков нереализованной продукции на начало и конец расчетного периода (табл. 9.2).

Таблица 9.1
Расчет ВР методом прямого счета по группе изделий

Изделия	Остатки нереализованной продукции на начало года, шт.	План выпуска продукции в предстоящем году, шт.	Остатки нереализованной продукции на конец периода, шт.	Плановый объем продаж (гр. 2 + гр. 3 – гр. 4)	Отпускная цена (без НДС), тыс. руб.	Чистая выручка от реализации (гр. 5 × гр. 6), тыс. руб.
А	450	10500	300	10650	1,2	12780
Б	600	12000	750	12150	1,8	21870
В	750	13500	600	13650	2,4	32760
Г	900	15000	1050	14850	2,8	41580
Итого	–	–	–	–	–	108990

Таблица 9.2
Сводный расчет выручки от реализации по предприятию в целом

Показатели	Сумма, тыс. руб.
1. Остатки нереализованной продукции на начало расчетного периода	4750
2. Прогноз товарного выпуска в расчетном периоде (году)	138000
3. Остатки нереализованной продукции на конец расчетного периода	4380
4. Валовая выручка от реализации (стр. 1 + стр. 2 – стр. 3)	137630
5. Налог на добавленную стоимость (по ставке 18%)	24773
6. Чистая выручка от реализации, принимаемая для расчета валовой прибыли (стр. 4 – стр. 5)	112857

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

$$K_{пер} = \frac{\text{товарный выпуск в ценах реализации}}{\text{товарный выпуск по себестоимости}}. \quad (9.5)$$

Планирование чистой выручки от реализации на основе разработанной предприятием производственной программы осуществляют по формуле:

$$ЧВР = ВВР \times (1 - C_{ндс}), \quad (9.6)$$

где $ЧВР$ – чистая выручка от реализации; $ВВР$ – валовая выручка от реализации; $C_{ндс}$ – ставка налога на добавленную стоимость, доли единицы.

Данный метод является перспективным, так как позволяет увязать прогнозную величину выручки от реализации с задачами развития предприятия в предстоящем периоде.

Базой для расчета плановой суммы $ЧВР$ служит целевая величина чистой операционной прибыли (прибыли от продаж). Формула имеет следующий вид:

$$ЧВР = \frac{ЧОП}{1 - C_{нт}} + И_о, \quad (9.7)$$

где $ЧОП$ — чистая операционная прибыль; $C_{нт}$ — ставка налога на прибыль, доли единицы; I_o — прогнозная сумма операционных издержек по бюджету (смете) затрат на производство и реализацию продукции.

После этого устанавливают плановый объем валовой выручки от реализации ($ВВР$) на основе суммы чистой операционной прибыли. Базовым показателем выступает при этом $ЧВР$, рассчитанная на основе целевой суммы чистой операционной прибыли:

$$ВВР = ЧВР / (1 - C_{ндс}), \quad (9.8)$$

где $C_{ндс}$ — ставка налога на добавленную стоимость, доли единицы.

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

- проведение активной ценовой политики, обеспечивающей предприятие достаточными для целей развития денежными поступлениями;
- использование благоприятной деловой ситуации для продвижения своих товаров на рынок (внутренний или внешний);
- предоставление покупателям коммерческого кредита и ценовых скидок для стимулирования сбыта продукции;
- повышение уровня сервисного (послепродажного) обслуживания покупателей;
- развитие рекламной и информационной деятельности на товарном рынке;
- доведение разработанных планов (бюджетов) до центров финансовой ответственности за доходы и прибыль и контроль за их исполнением.

Специалисты финансовой службы предприятия обязаны содействовать выполнению плана по выручке от реализации. В этих целях они должны осуществлять контроль за:

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

Данное направление контрольной работы позволяет увеличить объем денежных поступлений и обеспечить тем самым стабильность финансового положения предприятия.

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

9.3. Систематизация расходов с позиции финансового менеджмента

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

Расходами признают понижение экономических выгод в результате выбытия активов (денежных средств, иного имущества) и/или возникновение обязательств, приводящих к уменьшению собственного капитала (за исключением понижения вкладов по решению участников предприятия).

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

- 1) в связи с приобретением (созданием) внеоборотных активов;
- 2) в порядке предварительной оплаты материально-производственных запасов и иных ценностей (работ, услуг);
- 3) вклады в уставный капитал других организаций, приобретение акций сторонних эмитентов и иных ценных бумаг не с целью продажи;
- 4) в виде авансов, задатка в счет оплаты материально-производственных запасов;
- 5) в погашение кредита, займа, полученных предприятием;
- 6) перечисление средств, связанных с благотворительной деятельностью, и др.

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

Расходы — исходя из характера, условий осуществления и направлений деятельности предприятия — систематизируют:

- 1) на расходы по обычным видам деятельности;
- 2) на операционные расходы;
- 3) на внереализационные расходы.

Расходы по обычным видам деятельности связаны с производством и реализацией продукции (работ, услуг). В их состав включают также возмещение стоимости основных средств и нематериальных активов, осуществляемое в форме амортизационных отчислений.

Расходы по обычным видам деятельности показывают в бухгалтерском учете в сумме, выраженной в стоимостной форме, равной величине оплаты в денежном выражении или величине кредиторской задолженности. Если оплата покрывает лишь часть признаваемых расходов, то расходы, принимаемые к бухгалтерскому учету, определяют как сумму оплаты и кредиторской задолженности (в части, не покрытой оплатой). Величину оплаты и/или кредиторской задолженности устанавливают исходя из цены и условий, зафиксированных в договоре между предприятием и поставщиком (подрядчиком) или иным партнером. Если цена отсутствует в договоре и не может быть установлена исходя из его условий, то для определения величины оплаты или кредиторской задолженности принимают цену, по которой в сравнимых обстоятельствах предприятие определяет расходы в отношении аналогичных материальных запасов и иных ценностей (работ, услуг) либо предоставления во временное пользование (временное владение и пользование) аналогичных активов.

При оплате приобретенных материальных ценностей, работ, услуг на условиях коммерческого кредита, предоставляемого в виде отсрочки (рассрочки) платежа, расходы показывают в учете в полной сумме кредиторской задолженности.

Величину оплаты и/или кредиторской задолженности по договору, предусматривающему исполнение обязательства (оплату) неденежными средствами, определяют стоимостью товаров (ценностей), переданных (или подлежащих передаче) предприятием. Стоимость подобных товаров (ценностей) устанавливают исходя из цены, по которой в сравнимых обстоятельствах организация определяет стоимость аналогичных товаров (ценностей).

В случае изменения обязательства по договору первоначальную величину оплаты и/или кредиторской задолженности корректируют исходя из стоимости актива, подлежащего выбытию. Стоимость такого актива определяют исходя из цены, по которой в сравнимых обстоятельствах предприятие определяет стоимость аналогичных активов. Величину оплаты и/или кредиторской задолженности устанавливают с учетом всех предоставленных организации согласно договору скидок (накидок). Расходы по обычным видам деятельности состоят из:

- 1) расходов, связанных с приобретением материальных запасов;
- 2) расходов, возникающих непосредственно в процессе переработки сырья и материалов (затраты по содержанию и эксплуатации основных средств, коммерческие и управленческие расходы).

Расходы по обычным видам деятельности систематизируют по следующим элементам:

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

Для целей управления предприятие вправе организовать учет по статьям затрат. Перечень таких статей оно устанавливает самостоятельно. Для формирования финансового результата работы предприятия от обычных видов деятельности определяют полную себестоимость проданных товаров (продукции, работ, услуг). Она образуется на базе расходов, полученных как в отчетном году, так и в истекшие отчетные периоды, и переходящих расходов, имеющих отношение к получению доходов в последующие отчетные периоды.

Коммерческие и управленческие расходы отражают в себестоимости проданных товаров полностью в том отчетном периоде, в котором они признаны в качестве затрат по обычным видам деятельности.

Плановую величину затрат на реализуемую продукцию вычисляют по формуле:

$$Z_p = O_1 + T_c - O_2 + KP + UP, \quad (9.9)$$

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

Полные издержки предприятия на производство и сбыт продукции отражают в смете (бюджете). Формат сметы представлен на рис. 9.1.

По степени целесообразности понесенных затрат их классифицируют на полезные и бесполезные (потери от простоев, брака и др.). Полезными затратами признают такие их виды, которые способствовали положительному финансовому результату деятельности предприятия. Бесполезными затратами признают такие их виды, которые связаны с обслуживанием неиспользуемой части основного капитала (содержание законсервированных объектов капитального строительства, амортизация по неиспользуемому оборудованию и пр.).

По периоду отнесения произведенных текущих расходов выделяют затраты, связанные с эксплуатационной деятельностью, которые возмещают в пределах данного производственного цикла, и затраты, которые будут возмещены в предстоящем периоде (расходы будущих периодов).

Смета (бюджет) затрат на производство и реализацию продукции предприятия на предстоящий год
1. Материальные затраты (по видам)
2. Затраты на оплату труда (по видам)
3. Отчисления на социальные нужды (по видам)
4. Амортизационные отчисления
5. Прочие затраты
6. Итого затрат на производство
7. Списано на непроизводственные счета (–)
8. Изменение остатков незавершенного производства (+ или –)
9. Производственная себестоимость продукции (стр. 6 – стр. 7 ± стр. 8)
10. Коммерческие расходы (+)
11. Управленческие расходы (+)
12. Полная себестоимость продукции (стр. 9 + стр. 10 + стр. 11)
13. Выручка (нетто) от продаж
14. Прибыль от продаж (стр. 13 – стр. 12)
15. Сальдо операционных расходов (+ или –)
16. Сальдо внереализационных расходов (+ или –)
17. Бухгалтерская прибыль (стр. 14 + или – стр. 15 + или – стр. 16)

Рис. 9.1. Формат сводной сметы (бюджета) затрат на производство и реализацию продукции

Примечание. Для аналитической работы составляют фактическую смету затрат на производство и реализацию продукции за отчетный период (год, квартал).

В состав операционных расходов включают:

- расходы, связанные с предоставлением за плату во временное пользование (владение) активов предприятия;
- расходы по предоставлению за плату прав, возникающих из патентов на изобретения, промышленные образцы и другие виды интеллектуальной собственности;
- расходы, связанные с участием в уставных капиталах других организаций;
- расходы по продаже, выбытию и прочим списаниям основных средств и иных активов отличных от денежных средств (кроме иностранной валюты);
- проценты, уплачиваемые предприятием за предоставленные ему в пользование денежные средства в форме кредитов и займов;
- расходы по оплате услуг, оказываемых кредитными организациями;
- отчисления в оценочные резервы (резервы по сомнительным долгам, под обесценение вложений в ценные бумаги), а также резервы, формируемые в связи с признанием условных фактов хозяйственной деятельности;
- прочие операционные расходы.

К внереализационным расходам относят:

- штрафы, пени, неустойки за нарушение условий договоров;
- возмещение причиненных предприятием убытков;
- убытки прошлых лет, выявленные в отчетном году;
- сумма дебиторской задолженности, по которой истек срок исковой давности;
- курсовые разницы;
- сумма уценки активов;
- перечисление средств на благотворительные цели и социально-культурные мероприятия;
- прочие внереализационные расходы.

Прочие расходы (операционные и внереализационные) подлежат отражению на счете 99 «Прибыли и убытки».

Расходы признают в бухгалтерском учете при соблюдении следующих условий:

- их производят в соответствии с конкретным договором;
- сумма расходов может быть определена;
- присутствует уверенность в том, что в результате конкретной операции произойдет снижение экономических выгод предприятия.

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

Амортизацию признают в качестве расходов исходя из величины амортизационных отчислений, вычисляемой на основе стоимости амортизируемых активов, срока полезного использования и принятых предприятием способов ее начисления (линейный и нелинейный способы).

Расходы признают в бухгалтерском учете независимо от намерения получить выручку от реализации, операционные или иные доходы и формы осуществления расхода (денежной или натуральной).

Расходы признают в том отчетном периоде, в котором они были произведены, независимо от времени выплаты денежных средств и иной формы осуществления (допущение временной определенности фактов хозяйственной деятельности).

В отчете о прибылях и убытках расходы признают:

- с учетом связи между произведенными расходами и поступлениями (соответствие доходов и расходов);
- посредством их обоснованного распределения между отчетными периодами, когда расходы способствуют получению доходов в течение нескольких отчетных периодов и когда связь между доходами и расходами не может быть четко определена или устанавливается косвенным путем;
- по расходам, признанным в отчетном периоде, когда по ним сложно определить экономическую выгоду (доход) или поступление активов;
- независимо от того, когда эти расходы принимают для расчета налогооблагаемой базы;
- когда возникают обстоятельства, не обусловленные признанием соответствующих активов.

В составе информации об учетной политике предприятия в бухгалтерской отчетности раскрывают порядок признания коммерческих и управленческих расходов.

В отчете о прибылях и убытках расходы предприятия отражают с подразделением на себестоимость проданных товаров (продукции, работ, услуг), коммерческие и управленческие расходы, операционные и внереализационные расходы, а в случае возникновения — чрезвычайные расходы.

В отличие от бухгалтерского в налоговом учете под расходами понимают обоснованные (экономически оправданные) и документально подтвержденные затраты налогоплательщика при условии, что они произведены для осуществления деятельности, направленной на получение дохода. При этом Налоговый кодекс не содержит ссылки на нормативные акты, предусматривающие особый порядок формирования затрат в отраслевом разрезе, так как предполагает, что в состав расходов должны быть включены любые виды затрат, связанные с выпуском продукции.

Расходы исходя из их характера, условий осуществления и направлений деятельности налогоплательщика классифицируют на три группы:

- 1) расходы, связанные с производством и реализацией;
- 2) внереализационные расходы;
- 3) расходы, не учитываемые при определении налогооблагаемой базы.

Внутри указанных групп расходы представлены в виде простого их перечисления (ст. 252–265 НК РФ).

Расходы, связанные с производством и реализацией продукции (работ, услуг), систематизируют по следующим элементам:

- материальные расходы;
- расходы на оплату труда;
- суммы начисленной амортизации;
- прочие расходы.

Приведенная группировка расходов по элементам отличается от аналогичной в бухгалтерском учете. В последнем в качестве самостоятельного элемента затрат показывают отчисления на социальные нужды. Данный элемент в соответствии с требованиями Налогового кодекса подлежит отражению в составе прочих расходов.

Обоснованные затраты на осуществление деятельности налогоплательщика, не связанные с производством и реализацией, объединены в перечне внереализационных расходов. В Налоговом кодексе они представлены в виде простого перечисления (ст. 265).

Ключевое место в финансовом менеджменте занимает классификация издержек на условно-переменные и условно-постоянные. Подобная систематизация позволяет оперативно управлять предприятием. Условно-переменные издержки (ПИ) изменяются пропорционально росту (снижению) объема производства (материальные затраты, оплаты труда производственных рабочих, транспортные услуги и др.). Условно-постоянные издержки (СИ) остаются стабильными при изменении объема производства в данном временном (релевантном) периоде.

К постоянным издержкам могут быть отнесены: амортизационные отчисления, проценты за краткосрочный кредит, арендная плата, оплата труда высшего управленческого персонала и др.

В более длительном временном периоде все виды издержек подвержены изменению вследствие влияния внешних и внутренних факторов (новации в организации и технологии производства и пр.). Зависимость переменных и постоянных издержек от объема производства может быть представлена графическим способом (рис. 9.2).

Различие между переменными и постоянными издержками имеет принципиальное значение для предприятия. Переменными издержками руководство может управлять, поскольку их величина может быть изменена в течение короткого периода путем корректировки объема производства. Очевидно, постоянные издержки находятся вне непосредственного контроля дирекции предприятия, так как являются обязательными и должны быть погашены независимо от объема

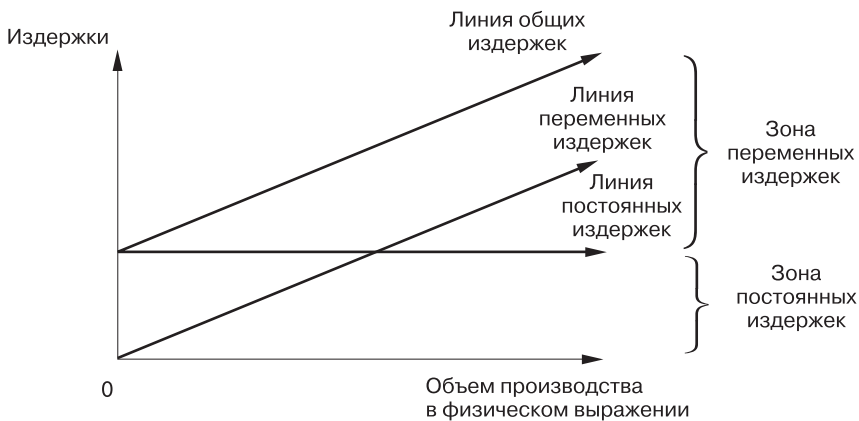


Рис. 9.2. Линейный график зависимости переменных и постоянных издержек от объема выпуска продукции (в натуральном выражении)

производства (например, арендная плата, страховые платежи, проценты по кредитам и займам и т. д.).

На многих предприятиях России широкое распространение получила система калькулирования переменных издержек (в рамках управленческого учета) — «Директ-Костинг». Ее сущность состоит в том, что калькулируют не полную себестоимость производства и сбыта продукции, а только удельные переменные издержки (их прямые виды в расчете на единицу продукции). Главная цель внедрения этой системы — обеспечить контроль за формированием маржинального дохода в разрезе конкретных изделий. Маржинальный доход (МД) определяют по формуле:

$$МД = Ц_p - ПИ_{ед}, \quad (9.10)$$

где $Ц_p$ — цена реализации конкретного изделия, руб.; $ПИ_{ед}$ — переменные издержки, отнесенные на это изделие, руб.

К преимуществам системы «Директ-Костинг» относят:

- ее простоту;
- минимум проведения расчетных операций, связанных с распределением не-прямых (косвенных) издержек;
- возможность управления руководством предприятия как переменными издержками, так и маржинальным доходом.

Основным недостатком системы «Директ-Костинг» является неполное отражение всей совокупности издержек, связанных с производством и сбытом отдельных видов продукции, что занижает их реальную себестоимость.

Сущность системы калькулирования себестоимости продукции «Стандарт-Костинг» заключается в ее осуществлении на базе разработанных предприятием норм и нормативов затрат на выпуск единицы товара. При этом фактические текущие издержки сравнивают с нормативными для отражения в учете величины отклонений. Данную систему часто называют «управление затратами по отклонениям».

К преимуществам данной системы калькулирования себестоимости продукции можно отнести:

- внедрение в текущей деятельности прогрессивных норм и нормативов затрат материальных и трудовых ресурсов;
- тесную связь нормативов с ценовой политикой предприятия;
- повышение эффективности контроля за отклонениями отчетных показателей от нормативных;
- получение более объективных результатов калькулирования себестоимости отдельных изделий.

Применение данной системы возможно только в стабильной экономической среде, в условиях преодоления высокой инфляции и спада промышленного производства. Понятие «средние издержки» характеризует усредненные затраты на единицу продукции и используется для их сравнения с ценой за единицу товара. Наконец, предельные издержки — это дополнительные затраты, связанные с выпуском еще одной единицы продукции. Разница между суммой общих затрат и величиной переменных издержек представляет собой фиксированную сумму постоянных издержек (например, $1900 - 1000 = 900$ руб.). Поэтому изменение суммы

общих издержек равно колебанию величины переменных издержек для каждой дополнительной единицы продукции в данном временном периоде (например, $2000 - 1100 = 900$ руб.).

Следовательно, концепция переменных издержек имеет важное практическое значение, поскольку позволяет определить те затраты, величину которых руководство предприятия может контролировать наиболее рационально.

9.4. Прибыль и ее роль в финансово-хозяйственной деятельности предприятия

Значение прибыли в условиях товарно-денежных (рыночных) отношений неизмеримо возрастает. Именно она определяет решение трех взаимосвязанных задач:

- 1) что производить (какой вид товара или услуги);
- 2) как производить (с какими издержками);
- 3) для кого производить (выбор покупателей на различных сегментах товарного рынка).

Прибыль выступает как вознаграждение за предпринимательский риск и внедрение технических новшеств. В то же время она выражает результаты хозяйствования и эффективность использования всех видов ресурсов. С этих позиций прибыль является формой дохода предпринимателя (предприятия), успешно реализовавшего свой товар по равновесной цене.¹

Рассматривая экономическую природу прибыли как стоимостной экономической категории, необходимо отметить следующие ее особенности.

1. Прибыль представляет собой форму дохода предпринимателя, осуществляющего определенный вид производственно-коммерческой деятельности. Однако такого утверждения недостаточно для раскрытия экономической сущности прибыли. На практике существуют виды деятельности, не связанные с получением прибыли (например, фундаментальная наука, благотворительность и т. д.).
2. Прибыль выражает форму дохода предпринимателя, вложившего свой капитал для достижения коммерческого успеха. Поэтому стоимостная категория «прибыль» непосредственно связана с понятием «капитал» как основным фактором производства. Норма прибыли в усредненном виде характеризует цену авансированного капитала.
3. Прибыль не является гарантированным доходом предпринимателя, вложившего свой капитал в производство или коммерцию. В процессе осуществления бизнеса предприниматель из-за своих неудачных действий или объективных причин может лишиться не только ожидаемой прибыли, но и утратить авансированный капитал. Поэтому прибыль выступает своеобразной платой за риск предпринимателя. Норма прибыли и уровень коммерческого риска находятся в прямой зависимости.
4. Прибыль выражает не весь доход предпринимателя, а только ту его часть, которая остается после вычета понесенных расходов.

¹ Цена, уравнивающая спрос и предложение на готовый продукт, по которой покупатель приобретает его у продавца.

5. Прибыль — стоимостный показатель, так как составляющие ее элементы — выручка от продаж и себестоимость проданных товаров — также выражены в денежной форме. Таким образом, прибыль — это денежное выражение чистого дохода предприятия, полученного в результате вложения в бизнес ресурсов и капитала и характеризующего вознаграждение за коммерческий риск.

Как стоимостная (экономическая) категория прибыль выполняет две ключевые функции: оценочную и стимулирующую. Выражение чистого дохода в форме прибыли повышает стимулы для изыскания и мобилизации внутренних резервов, создает возможность дирекции предприятия контролировать его деятельность в части рационального использования всех видов ресурсов. В неконкурентной среде прибыль не может быть универсальным показателем для оценки эффективности производства, так как испытывает влияние ценового фактора, включая инфляционную составляющую.

Стимулирующая функция выражается в том, что прибыль — генератор рыночного хозяйства. Она воздействует на уровень использования произведенных ресурсов и их распределение среди альтернативных пользователей. Именно ожидание прибыли побуждает предпринимателя осуществлять нововведения. Последние стимулируют инвестиции, рост производства и занятости. Нововведения на Западе стали основным фактором экономического роста, а стремление получить оптимальную прибыль служит побудительным мотивом инноваций.

Однако ожидания прибыли очень изменчивы ввиду того, что инвестиции, темпы экономического роста и занятости населения нестабильны. В результате ограничиваются возможности использования прибыли как источника финансирования долгосрочных инвестиций.

Следует отметить, что наличие монополии на рынке товаров и услуг сдерживает свободу маневра предприятий и перемещение ресурсов из одной отрасли в другую.

Роль прибыли в производственно-коммерческой деятельности предприятий заключается в следующем:

- 1) прибыль — главная цель предпринимательской деятельности и в то же время ее конечный финансовый результат;
- 2) прибыль является интегральным (обобщающим) критерием конкретной производственно-торговой деятельности;
- 3) прибыль (наряду с амортизационными отчислениями) — основной внутренний источник образования финансовых ресурсов, обеспечивающий развитие предприятия. Она создает высокий уровень самофинансирования его развития, что повышает конкурентные позиции на товарном и финансовом рынках;
- 4) прибыль — главный фактор увеличения рыночной стоимости предприятия. Способность самовозрастания стоимости капитала достигается путем капитализации части полученной прибыли, т. е. направления ее на прирост активов. Чем выше доля капитализируемой прибыли, тем в большей степени увеличивается стоимость чистых активов (активов, сформированных за счет собственного капитала). Следовательно, возрастает и рыночная стоимость предприятия, которую определяют при его продаже, слиянии или поглощении;

5) прибыль является основным защитным механизмом, предохраняющим предприятие от угрозы банкротства. Предприятие быстрее выходит из кризисного состояния, если оно имеет высокий потенциал генерирования прибыли.

Наконец, прибыль создает финансовую базу для экономического и социально-го развития государства в целом.

Система распределения прибыли посредством налогообложения позволяет пополнять доходы федерального и региональных бюджетов, что дает возможность государству более успешно выполнять возложенные на него функции.

9.5. Система управления прибылью

Важная роль прибыли в развитии предприятия и обеспечении интересов его собственников (учредителей, акционеров) и персонала требует эффективного и непрерывного управления ее формированием и использованием.

Управление прибылью выражает процесс разработки и принятия управленческих решений по ключевым аспектам, связанным с ее образованием и распределением.

Система управления прибылью включает следующие процедуры:

- цели, принципы и задачи управления;
- механизм управления;
- выбор объектов управления;
- организационное обеспечение;
- информационное обеспечение;
- методы анализа прибыли;
- контроль за выполнением плана (прогноза) прибыли.

Рассмотрим более подробно элементы (блоки) данной системы.

Во-первых, основной целью управления прибылью является оптимизация доходов собственников (акционеров) в текущем и будущем периодах, что предполагает соблюдение интересов собственников, персонала предприятия и государства.

В соответствии с этой ключевой целью можно сформулировать ряд принципиальных положений, имеющих принципиальное значение для процесса управления прибылью.

1. Сопряженность с общей системой управления предприятием. В какой бы сфере предпринимательской деятельности ни принимались управленческие решения, они непосредственно влияют на объем и динамику прибыли. Управление прибылью тесно связано с производственным, инвестиционным и финансовым менеджментом, что предполагает органическую интеграцию процесса управления прибылью в общую систему менеджмента предприятия. В любом случае при формировании прибыли в текущей, инвестиционной и финансовой деятельности предприятия используют неадекватные методы, технологии и процедуры анализа, планирования и контроля.

2. Комплексный характер формирования управленческих решений, которые оказывают прямое или косвенное воздействие на конечный финансовый результат. В отдельных случаях это воздействие носит противоречивый характер. На-

пример, осуществление высокодоходных финансовых вложений (в корпоративные ценные бумаги, уставные капиталы других организаций, валюту и т. д.) может вызвать дефицит денежных ресурсов, обеспечивающих производственную деятельность, и как следствие понизить объем прибыли от продаж.

3. Высокий динамизм управления означает, что даже наиболее приоритетные управленческие решения в сфере образования и использования прибыли, разработанные на предприятии в предыдущем периоде, не всегда могут быть реализованы на последующих этапах его деятельности. Это может быть связано с влиянием внешней среды — изменением конъюнктуры на товарном и финансовом рынках, налоговой, таможенной и денежно-кредитной политики государства.

4. Многовариантность подхода к разработке отдельных управленческих решений, что предполагает учет альтернативных действий. Например, часто приходится принимать решения о направлении чистой прибыли на финансирование капиталовложений, пополнение оборотного капитала или на выплату дивидендов акционерам.

5. Ориентация на долговременные цели развития предприятия. Какими бы доходными не оказались те или иные проекты в краткосрочном периоде, они не приемлемы для предприятия, если не соответствуют стратегическим целям его развития и не создают условий для увеличения прибыли в будущем.

Во-вторых, механизм управления прибылью включает следующие элементы:

- 1) государственное правовое регулирование (налоговая и амортизационная политика, регулирование размера отчислений из чистой прибыли в резервный капитал акционерного общества и т. д.);
- 2) рыночный механизм регулирования экономики, который складывается под влиянием спроса и предложения на товары и услуги (через уровень цен);
- 3) внутренний механизм регулирования в рамках самого предприятия устанавливают его учредительными документами (уставом). Отдельные аспекты управления прибылью регулируют в рамках принятой на предприятии учетной, ценовой, инвестиционной и маркетинговой политики;
- 4) система конкретных методов и приемов объединяет: финансово-экономические расчеты, экономико-математические, статистические и другие методы, используемые в процессе анализа, планирования и контроля прибыли.

Механизм управления прибылью позволяет в полном объеме реализовать стоящие перед ним цели и задачи.

В-третьих, выбор объекта управления прибылью. Функциональная направленность таких объектов по общепринятым стандартам включает два элемента:

- управление формированием прибыли;
- управление ее распределением и использованием.

Данные элементы классифицируют на микрообъекты более низкого уровня: управление прибылью в текущей, инвестиционной и финансовой деятельности. Формирование прибыли в этих видах деятельности непосредственно связано с управлением доходами, расходами, налоговыми платежами, ресурсами и рисками.

Управление распределением и использованием прибыли предполагает оптимизацию налоговых платежей, потребляемой и накапливаемой части прибыли. Данной оптимизации достигают в рамках финансового планирования и контроля.

В-четвертых, организационное обеспечение управления прибылью предполагает наличие на предприятии внутренних структурных подразделений (отделов, служб), осуществляющих разработку и реализацию управленческих решений по отдельным аспектам формирования и использования прибыли.

К основным типам центров ответственности можно отнести: центры доходов, затрат, прибыли и инвестиций. Указанные центры ответственности полностью контролируют те или иные аспекты образования и использования прибыли. Руководители этих центров самостоятельно принимают управленческие решения в рамках предоставленных им прав и несут полную ответственность за выполнение доведенных им плановых (нормативных) показателей.

Создание системы организационного обеспечения управления прибылью посредством центров финансовой ответственности предусматривает следующую последовательность действий:

- 1) изучение деятельности отдельных структурных подразделений с позиции их влияния на формирование и использование прибыли;
- 2) определение основных типов центров ответственности исходя из функциональной структуры управления предприятием;
- 3) выделение системы прав и ответственности руководителей подразделений за выполнение доведенных до них показателей;
- 4) разработку и доведение до структурных подразделений плановых заданий в форме оперативных бюджетов;
- 5) контроль за выполнением установленных заданий центром ответственности путем получения и анализа внутренней отчетности.

Четкое определение центров ответственности позволяет более эффективно внедрить сквозную систему производственного и финансового планирования (включая и прибыль) на предприятии.

Составными элементами сводного бюджета (плана) являются:

- исходные прогнозные данные по ключевым параметрам деятельности предприятия;
- производственная программа;
- прогноз отчета о прибылях и убытках;
- прогноз баланса активов и пассивов;
- прогноз отчета о движении денежных средств;
- прогноз отчета об изменениях капитала.

Оптимальным считают такой сводный бюджет, в котором доходная часть равна расходной.

В-пятых, информационное обеспечение управления прибылью определяется емкостью и достоверностью используемой информативной базы. От качества привлекаемой информации для принятия решений в значительной степени зависит объем прибыли предприятия.

Система информационного обеспечения управления прибылью выражает процесс целенаправленного подбора критериев для ее анализа, планирования и контроля. Данные критерии формируют за счет внешних и внутренних источников информации.

Показатели, связанные с управлением прибылью и формируемые из внешних источников, классифицируют на три группы:

- 1) показатели, определяющие общеэкономическое развитие страны;
- 2) параметры, характеризующие конъюнктуру товарного и финансового рынков;
- 3) показатели, отражающие деятельность партнеров и конкурентов предприятия (банков, страховщиков, поставщиков, покупателей, конкурентов и др.).

Система показателей, поступающих из внутренних источников, также подразделяется на три группы:

- 1) показатели, отражаемые в бухгалтерской отчетности (балансе, отчете о прибылях и убытках);
- 2) показатели управленческого учета и отчетности (по сферам деятельности, видам продукции и центрам ответственности);
- 3) нормативно-справочные показатели общего характера (например, нормы численности персонала, обслуживания технологического процесса, расхода сырья и материалов, потребности в оборотных средствах и др.).

Использование набора показателей, сформированных из внешних и внутренних источников, позволяет создать на каждом предприятии целостную систему информационного обеспечения процесса управления прибылью.

В-шестых, технология, управления прибылью предполагает выбор форм и методов ее анализа.

Основные формы анализа прибыли следующие:

- исходя из объекта исследования — анализ формирования и использования прибыли;
- в зависимости от организации проведения — внешний и внутренний анализ;
- с учетом объема исследования — полный и тематический анализ;
- исходя из периода осуществления — предварительный, оперативный и последующий анализ;
- исходя из функциональной структуры управления — по центрам финансовой ответственности (центрам доходов, расходов, прибыли и инвестиций).

К методам анализа прибыли можно отнести:¹

- 1) горизонтальный (трендовый) анализ;
- 2) вертикальный (структурный) анализ;
- 3) сравнительный анализ;
- 4) анализ коэффициентов (изучение коэффициентов рентабельности и эффективности использования прибыли);
- 5) интегральный анализ (по трехфакторной модели Дюпона);
- 6) анализ рисков (изучение вероятности возникновения коммерческих рисков и размера возможных финансовых потерь).

В-седьмых, разработка эффективной системы контроллинга прибыли.

Контроль за выполнением плана (прогноза) прибыли выражает процесс проверки обеспечения реализации управленческих решений в сфере ее формирования

¹ Бочаров В. В. Комплексный финансовый анализ. — СПб.: Питер, 2005, гл. 7.

ния и использования. К системе контроллинга прибыли предъявляют следующие требования:

- ориентация системы контроля на реализацию разработанной на предприятии системы управления прибылью;
- обеспечение многоцелевого характера контроля прибыли;
- ориентация контроля прибыли на количественные параметры (абсолютные величины);
- соответствие методов контроля приемам и способам анализа и планирования;
- своевременность осуществления контрольных процедур;
- гибкость организации контроля и наглядность его построения.

Исходя из перечисленных требований, контроллинг прибыли включает следующие процедуры:

- определение объектов контроля, его сферы и видов;
- установление системы приоритетов контролируемых показателей;
- разработка системы количественных стандартов контроля;
- построение системы мониторинга показателей, используемых для контроля прибыли;
- разработка системы алгоритмов действий по устранению отклонений от планов и стандартов.

Кратко поясним каждый из указанных пунктов.

1. *Определение объектов контроля его сферы и видов.* Объектом контроля прибыли служат управленческие решения по важнейшим аспектам ее формирования и использования в текущем и перспективном периодах.

2. *Установление системы приоритетов контролируемых показателей* — валовая прибыль, прибыль от продаж, бухгалтерская и чистая прибыль. В систему приоритетов первого уровня можно включить чистую прибыль, имеющую важное значение для производственного и научно-технического развития предприятия.

В систему показателей второго уровня включают показатели, находящиеся в факторной связи с параметрами первого уровня. К ним относится рентабельность активов (P_a):

$$P_a = \frac{БП}{ВР} \times \frac{ВР}{А} = \frac{БП}{А} \times 100, \quad (9.11)$$

где $БП$ — бухгалтерская прибыль (прибыль до налогообложения); $ВР$ — выручка (нетто) от реализации продукции за расчетный период; $А$ — средняя стоимость активов за расчетный период.

При определении приоритетов следует иметь в виду, что они могут быть различными для соответствующих центров финансовой ответственности.

3. *Разработка системы количественных стандартов контроля.* Их можно устанавливать в абсолютных и относительных величинах (например, сумма бухгалтерской и чистой прибыли, показатели рентабельности активов, продаж и собственного капитала).

4. *Построение системы мониторинга показателей, используемых для контроля прибыли.* Она составляет основу контроллинга прибыли. Данная система пред-

ставляет собой разработанный на предприятии механизм непрерывного наблюдения за контролируемыми показателями формирования и использования прибыли, за определением размеров отклонений фактических финансовых результатов от плановых и изучение причин этих отклонений.

5. *Разработка системы алгоритмов действий по устранению отклонений от планов и стандартов* — заключительный этап контроллинга прибыли. Последовательность действий специалистов предприятия может быть следующей.

Первая ситуация — ничего не предпринимать. Данной формы реагирования придерживаются в случаях, когда размер отрицательных отклонений значительно меньше предусмотренного «критического» значения.

Вторая ситуация — устранить отклонение. Подобная система действий обуславливает процедуру нахождения и мобилизации резервов выполнения плановых (нормативных) показателей.

Третья ситуация — изменить параметры плановых или нормативных показателей. Такую систему действий осуществляют в случаях, если отсутствуют возможности оптимизации отдельных аспектов формирования прибыли. В данном случае по результатам ее мониторинга вносят предложения по корректировке целевых нормативов управления прибылью и текущих финансовых планов (бюджетов).

В критической ситуации может быть принято решение о прекращении отдельных финансовых и инвестиционных операций и даже некоторых центров затрат и инвестиций.

Следовательно, внедрение системы контроллинга позволяет существенно оптимизировать объем прибыли и пропорции ее распределения и использования на цели потребления и накопления.

9.6. Методы планирования (прогнозирования) прибыли

Планирование прибыли — сложный и многогранный процесс, включающий анализ хозяйственной деятельности предприятия за период, предшествующий прогнозируемому, оценку выполнения плана по прибыли за последний отчетный период, многовариантные расчеты ее объема на предстоящий год (квартал).

От правильности и обоснованности прогноза прибыли зависит обеспечение финансовыми ресурсами производственного и социального развития предприятия, а также уровень дивидендных выплат его собственников (акционеров). Оптимальный план по прибыли необходим также для разработки налогового бюджета и определения стоимости (цены) предприятия.

Предприятие самостоятельно разрабатывает план по прибыли исходя из:

- договоров, заключаемых с поставщиками и потребителями его продукции (услуг);
- производственной программы по выпуску продукции (услуг);
- экономических нормативов, устанавливаемых государством;
- материалов анализа финансово-хозяйственной деятельности за предплановый период;
- данных бухгалтерского учета и отчетности и др.

Планирование прибыли включает два взаимосвязанных процесса:

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

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

В хозяйстве России традиционные методы планирования прибыли следующие:

- прямого счета;
- аналитический;
- нормативный;
- совмещенного счета;
- факторный;
- экономико-статистические методы.

Рассмотрим метод прямого счета. Общая сумма бухгалтерской прибыли от текущей деятельности складывается из прибыли от реализации (прибыли от продаж), операционных доходов (за вычетом расходов) и внереализационных доходов (за вычетом расходов). Прибыль от реализации продукции включает в себя прибыль от товарного выпуска и прибыль в остатках нереализованной продукции на начало и конец расчетного периода (квартала, года). Прибыль от товарного выпуска (Π_{mv}) рассчитывают по формуле:

$$\Pi_{mv} = \sum_{i=1}^n (\Pi_i - C_i) K_i, \quad (9.12)$$

где Π_i — рыночная цена по изделию i -го вида (без косвенных налогов); C_i — полная себестоимость изделия i -го вида по калькуляции издержек; K_i — количество изделий i -го вида, подлежащих выпуску в планируемом периоде; n — число видов (групп) изделий ($i = 1, 2, 3 \dots n$).

Данную формулу (9.12) можно представить в следующем виде:

$$\Pi_{mv} = BP - C_{pn}, \quad (9.13)$$

где BP — выручка (нетто) от реализации продукции в рыночных ценах; C_{pn} — полная себестоимость реализованной продукции.

Сумму выручки от реализации устанавливают по каждому виду изделий или по укрупненным группам, если выпускают большой ассортимент товаров.

Кроме того, определяют прибыль по товарным остаткам на складе и в отгрузке на начало и конец планируемого периода по всей их совокупности. Складские товарные остатки на начало и конец расчетного периода учитывают по производственной себестоимости. Поэтому прибыль по переходящим товарным остаткам вычисляют как разницу между их величиной в рыночных ценах и по производственной себестоимости.

Тогда:

$$\Pi_p = \Pi_1 + \Pi_{mv} - \Pi_2, \quad (9.14)$$

где Π_p — прибыль от реализации продукции в расчетном периоде; Π_1 и Π_2 — прибыль в остатках нереализованной продукции; Π_{mv} — прибыль от товарного выпуска в расчетном периоде.

Тогда:

$$БП = П_p \pm ОД \pm ВД, \quad (9.15)$$

где $БП$ — бухгалтерская прибыль (прибыль до налогообложения); $ОД$ — сальдо операционных доходов (со знаком «плюс» — положительное; со знаком «минус» — отрицательное); $ВД$ — сальдо внереализационных доходов (плюс или минус).

Метод прямого счета сравнительно прост в использовании и не требует больших трудозатрат, если расчеты выполняют на ЭВМ. Применение данного метода возможно только в условиях стабильной экономической обстановки, наличия у предприятий заранее сформированного портфеля заказов и цен на продукцию.

Расчет прибыли аналитическим методом включает две разновидности:

- 1) посредством использования коэффициента затратоемкости ($K_{зе}$);
- 2) посредством процента базовой рентабельности.

При первом варианте расчет прибыли осуществляют по формулам:

$$K_{зе} = \frac{C_{pn}}{BP}; K_{тн} = K_{зе}; П_{тн} = TP \cdot K_{тн}, \quad (9.16)$$

где $K_{зе}$ — коэффициент затратоемкости произведенной продукции; C_{pn} — полная себестоимость произведенной продукции; BP — выручка (нетто) от реализации; $K_{тн}$ — коэффициент прибыльности, произведенной продукции; $П_{тн}$ — прибыль от товарного выпуска; TP — произведенная товарная продукция.

Для определения общего размера прибыли от реализации необходимо к прибыли от товарного выпуска прибавить прибыль в остатках нереализованной продукции на начало расчетного периода и вычесть прибыль на конец расчетного периода. Данный метод нетрудоемок и используется при разработке планов-прогнозов развития предприятия, так как базой для расчетов служит весь объем товарного выпуска.

Планирование прибыли по уровню базовой рентабельности произведенной и реализованной продукции осуществляют в следующей последовательности:

- 1) рассчитывают базовую прибыль исходя из фактических отчетных данных, скорректированных на возможные изменения в отчетном периоде;
- 2) определяют процент базовой рентабельности реализованной продукции в текущем году (с учетом корректировок) как отношение прибыли к ее себестоимости;
- 3) устанавливают плановый объем произведенной и реализованной продукции на планируемый год;
- 4) вычисляют прибыль от реализации с учетом процента базовой рентабельности (путем умножения объема продукции на процент базовой рентабельности);
- 5) полученную плановую сумму прибыли корректируют на ее объем по несравнимой продукции, которая не производилась в отчетном периоде.

Подобную модель применяют только в том случае, если продукция является сравнимой, т. е. она выпускалась в предыдущем периоде.

При нормативном методе величину прибыли в планируемом периоде рассчитывают на основе установленного предприятием процента рентабельности на всю реализуемую продукцию без учета входных и выходных остатков на начало и ко-

нец планируемого периода (например, в хлебопекарной и молочной промышленности). Нормативный метод используют также в строительных фирмах, которые предусматривают норму прибыли в договорной цене на продукцию строительства. Норму прибыли (в процентах от сметной стоимости прямых затрат и накладных расходов) согласовывают с заказчиком (застройщиком).

Совмещенный (комплексный) метод используют в тех случаях, когда на предприятии выпускают как сравнимую, так и несравнимую (новую) продукцию. По несравнимой продукции используют метод прямого счета.

Факторный метод включает следующие процедуры для определения плановой величины прибыли.

1. Устанавливают базовые показатели отчетного периода — валовую прибыль, прибыль от продаж, прочие доходы и расходы, себестоимость продукции и ее структуру по элементам затрат.
2. Определяют плановые показатели хозяйственной деятельности на предстоящий период — рост объема производства и реализации продукции, снижение ее себестоимости, изменение прочих доходов и расходов.
3. Устанавливают индексы инфляции, т. е. изменение уровня цен на потребляемые материальные ресурсы, транспортные услуги, повышение размера оплаты труда персонала и др.
4. Определяют индексы по другим изменениям: амортизационным отчислениям (в результате переоценки основных средств) и прочим затратам.

Основной принцип планирования состоит в том, что величина прибыли, вычисленная прямым или аналитическим методом, корректируется на индексы инфляции и другие изменения в хозяйственной деятельности предприятия.

Экономико-статистические методы используют на крупных предприятиях (в корпорациях), где имеется возможность консолидировать и оценить большой массив данных учетной информации, что позволяет установить корреляционную зависимость между объемом продаж, издержками, прибылью и другими параметрами. Они предполагают использование компьютерных технологий.

Стабильная хозяйственная деятельность предприятий возможна только на базе постоянного технического обновления производства. Предприятия, обладающие достаточной прибылью, имеют возможность обеспечивать расширенное воспроизводство на современной технической базе, что оказывает положительное воздействие на их будущее финансовое благополучие.

Расчет плановой суммы прибыли на финансово-устойчивых предприятиях можно осуществлять с помощью метода самофинансирования. Последовательность плановых расчетов следующая.

1. На основе плана развития предприятия (бизнес-плана) рассчитывают потребность в финансовых ресурсах на производственное и социальное развитие ($\Pi_{нсп}$) за вычетом амортизационных отчислений.

2. Вычисляют удельный вес прибыли на производственное и социальное развитие ($Y_{нсп}$) в общей сумме прибыли за отчетный период.

3. Определяют сумму чистой прибыли, обеспечивающей возможности самофинансирования ($\text{ЧП}_{сф}$):

$$\text{ЧП}_{сф} = (\Pi_{нсп} / Y_{нсп}) \times 100. \quad (9.17)$$

4. Устанавливают удельный вес чистой прибыли в объеме бухгалтерской прибыли на основе фактических данных за отчетный период ($Y_{чп}$):

$$Y_{чп} = (ЧП_{факт} / БП_{факт}) \times 100, \quad (9.18)$$

где $БП_{факт}$ — фактическая бухгалтерская прибыль за отчетный период (год).

5. Определяют сумму бухгалтерской прибыли, обеспечивающей условия самофинансирования в прогнозном периоде ($БП_{сф}$):

$$БП_{сф} = (ЧП_{сф} / Y_{чп}) \times 100. \quad (9.19)$$

Модель прогнозирования денежных потоков является новой для экономики России. За базу для расчета принимают разработанный на предприятии текущий план (бюджет) поступления и расходования денежных средств по текущей (операционной) деятельности. Принципиальная модель расчета чистой операционной прибыли (ЧОП) на предстоящий период (год, квартал):

$$ЧОП = ПДС_{пл} - РДС_{пл} - АО_{пл} - ПК_{пл}, \quad (9.20)$$

где $ПДС_{пл}$ — плановая сумма поступлений денежных средств по текущей деятельности; $РДС_{пл}$ — плановая сумма расходования денежных средств по текущей деятельности; $АО_{пл}$ — плановая сумма амортизационных отчислений по основным средствам и нематериальным активам; $ПК_{пл}$ — плановая сумма процентов за краткосрочный кредит (ее отражают в денежных потоках по финансовой деятельности, но она формирует конечный финансовый результат по текущей деятельности).

На основе рассчитанной плановой суммы чистой операционной прибыли определяют плановый объем валовой операционной прибыли (ВОП) и маржинального дохода (МД). В этих целях используют следующие формулы:

$$ВОП = ЧОП \times 1,24, \quad (9.21)$$

где $ВОП$ — валовая операционная прибыль (в российских стандартах бухгалтерского учета — бухгалтерская прибыль); 0,24 — ставка налога на прибыль, доли единицы.

$$МД = ВОП + СИ_{пл}, \quad (9.22)$$

где $МД$ — маржинальный доход; $СИ$ — плановые условно-постоянные (стабильные) издержки.

Тогда:

$$\text{прогнозный объем продаж} = МД + ПИ_{пл}, \quad (9.23)$$

где $ПИ_{пл}$ — плановые переменные издержки.

Практическое использование данной модели позволяет теснее увязать планируемую операционную прибыль с денежными потоками по текущей деятельности, а также детализировать ее формирование по периодам (кварталам).

Другая модель, используемая в странах с развитой рыночной экономикой, основана на анализе лимита рентабельности.

На базе анализа данного показателя определяют минимальный объем продаж (оборот) для покрытия переменных и постоянных издержек. Расчет минимального объема оборота необходим для предотвращения попадания предприятия в зону убытков.

Расчет минимального объема продаж осуществляют по формулам:

$$\text{минимальный объем продаж} = \frac{СИ}{\left(1 - \frac{ПИ}{ОП_{пл}}\right)}, \quad (9.24)$$

где $СИ$ — постоянные издержки; $ПИ$ — переменные издержки; $ОП_{пл}$ — плановый объем продаж в предстоящем году.

Или

$$\text{минимальный объем продаж} = \frac{СИ}{(1 - Y_{mi})}, \quad (9.25)$$

где Y_{mi} — удельный вес переменных издержек в объеме продаж, доли единицы.

Тогда:

$$\text{прогноз прибыли} = \text{минимальный объем продаж} \times \text{прогноз рентабельности продаж, доли единицы}. \quad (9.26)$$

Прогноз плановой суммы прибыли можно осуществлять на базе рентабельности вложенного капитала. Для расчета используют следующие процедуры:

1. Устанавливают объем денежных средств, авансируемых в оборотные и внеоборотные активы.
2. Рассчитывают коэффициент оборачиваемости вложенного капитала = объем продаж/вложенный капитал.
3. Вычисляют коэффициент прибыли = объем продаж/прибыль.
4. Определяют рентабельность продаж = (прибыль/объем продаж) × 100.
5. Устанавливают интегральный показатель по формуле:

$$\frac{\text{прибыль}}{\text{вложенный капитал}} = \frac{\text{объем продаж}}{\text{вложенный капитал}} \times \frac{\text{прибыль}}{\text{объем продаж}}. \quad (9.27)$$

Пример. Оборотные активы = 15 млн руб.; капитальные вложения в основной капитал = 9 млн; объем продаж по отчету = 96 млн; прибыль = 27 млн; прогноз объема продаж = 108 млн руб.

Вложенный капитал = 15 + 9 = 24 млн руб.

Коэффициент оборачиваемости вложенного капитала = 96/24 = 4 оборота (90 дней).

Коэффициент прибыли = 96/27 = 3,56.

Прогноз объема прибыли = 108,0/3,56 = 30,3 млн руб.

Коэффициент рентабельности = 27/96 = 0,281, или 28,1%.

Прогноз прибыли на следующий год = 108,0 × 0,281 = 30,3 млн руб.

Рентабельность вложенного капитала = (27/24) × 100 = 112,5%.

Приведенные модели позволяют определить приемлемую для предприятия величину плановой операционной прибыли и осуществить ее дальнейшее распределение на цели потребления, развития, пополнение резервного капитала и др. (после ее налогообложения).

9.7. Моделирование безубыточной деятельности предприятия с помощью эффекта производственного рычага

Необходимым условием получения прибыли является определенный уровень развития производства, обеспечивающий превышение выручки от продаж над себестоимостью (издержками) проданных товаров.

Ключевая факторная цепочка, формирующая прибыль, может быть представлена формулой:

$$\text{объем продаж} \rightarrow \text{издержки} \rightarrow \text{прибыль.} \quad (9.28)$$

Составление этой модели должно находиться под постоянным вниманием и контролем руководства предприятия. Эту задачу решают на основе организации учета затрат по системе «Директ-костинг», значение которой возрастает в связи с постепенным переходом на международные стандарты бухгалтерского (финансового) учета и отчетности.

Оптимизация прибыли (в рамках данной системы) требует непрерывного притока оперативной информации не только внешнего (о состоянии рынка, спроса на продукцию, ценах и т. д.), но и внутреннего характера (о формировании издержек на отдельные изделия, об ассортименте выпускаемых товаров, о распределении затрат по центрам финансовой ответственности и др.). Эта информация опирается на систему управленческого учета издержек по местам их возникновения, на выявление отклонений расхода ресурсов от установленных норм и нормативов, на сведения о калькуляции издержек по отдельным видам (группам) изделий.

Исходя из учетной политики, проводимой предприятием, степень детализации учета затрат и их анализа неодинаковы для различных компаний. Методика операционного анализа издержек и прибыли зависит от полноты включения издержек в себестоимость продукции, отдельного учета переменных и постоянных издержек в разрезе отдельных изделий.

Главное внимание в учетной системе «Директ-Костинг» уделяют изучению поведения затрат исходя из изменения объема производства (продаж), что позволяет оперативно принимать решения по нормализации конечного финансового результата деятельности предприятия.

В отличие от внешнего финансового анализа (по данным публичной бухгалтерской отчетности) результаты внутреннего (операционного) анализа составляют коммерческую тайну предприятия. С помощью операционного анализа можно решить широкий спектр управленческих задач:

- 1) оценить прибыльность производственно-торговой деятельности;
- 2) прогнозировать рентабельность работы предприятия на основе показателя «запас финансовой прочности»;
- 3) оценить предпринимательский риск, связанный с деятельностью предприятия;
- 4) выбрать оптимальные пути выхода из кризисного состояния;
- 5) оценить результаты начального периода функционирования нового предприятия или прибыльность инвестиций, осуществляемых для расширения основного капитала;

- 6) разработать наиболее выгодную для предприятия ассортиментную политику в сфере производства и реализации товаров;
- 7) оценить эффективность принятия дополнительного заказа и др.

Основными элементами операционного анализа выступают пороговые показатели деятельности предприятия: критический объем производства (реализации продукции), порог рентабельности и запас финансовой прочности.¹ Практически все они связаны с понятием маржинального дохода, который характеризует результат от реализации продукции после возмещения переменных издержек.

Алгоритм расчета маржинального дохода в сфере производства и торговли показан на рис. 9.3.

В финансовом менеджменте операционный анализ тесно связан с понятием производственного (операционного) рычага (Operating Leverage, *OL*), расчет которого базируется на определении силы его воздействия на предприятие:

$$CBIP = \frac{MD}{\Pi}, \quad (9.29)$$

где *CBIP* — сила воздействия производственного (операционного) рычага (Degree of Operating Leverage, *DOL*); *MD* — маржинальный доход; *Π* — операционная прибыль (прибыль от продаж).



Рис. 9.3. Алгоритм расчета маржинального дохода в сфере производства и коммерции (оптовой и розничной торговле)

¹ Анализ безубыточности (Break-even analysis) — метод исследования соотношения между переменными и постоянными издержками, прибылью и объемом производства (продаж).

Чем выше значение силы воздействия производственного рычага, тем больше предпринимательский риск, связанный с деятельностью данного предприятия. На практике анализируют следующие варианты ответов:

- 1) *маржинальный доход (МД) равен нулю*. В данном случае выручка от реализации покрывает только переменные издержки, т. е. предприятие работает с убытком в размере постоянных издержек;
- 2) *маржинальный доход больше нуля, но меньше постоянных издержек*. В этом случае выручка от реализации покрывает переменные издержки и часть постоянных издержек;
- 3) *маржинальный доход равен постоянным издержкам*. В этом варианте выручка от реализации достаточна, чтобы компенсировать все издержки (переменные и постоянные). При этом предприятие не имеет прибыли (она равна нулю);
- 4) *маржинальный доход больше постоянных издержек*. В данном случае деятельность предприятия прибыльна. Из выручки от реализации не только покрывают все издержки, но и формируют прибыль (она больше нуля).

Эффект производственного (операционного) рычага выражается в том, что любое изменение выручки от реализации продукции приводит к еще более интенсивному изменению финансового результата (прибыли или убытка). Действие эффекта связано с неодинаковым влиянием постоянных и переменных издержек на финансовый результат при изменении объема производства продукции (продаж). Важное замечание: следует помнить, что операционный рычаг является обоюдоострым экономическим инструментом — он увеличивает не только прибыль компании, но и ее убытки. В последнем случае убытки могут возникнуть в результате неожиданного падения объема продаж вследствие отказа потребителей покупать изделия данного предприятия (изготовителя).

Соотношение между постоянными и переменными издержками у предприятия, которое использует механизм производственного рычага с различной интенсивностью воздействия на прибыль, выражают коэффициентом данного рычага. Его определяют по формуле:

$$K_{np} = \frac{СИ}{ОИ}, \quad (9.30)$$

где K_{np} — коэффициент производственного (операционного) рычага; $СИ$ — постоянные (стабильные) в данном релевантном периоде издержки; $ОИ$ — общие издержки.

Чем выше значение этого коэффициента, тем в большей степени предприятие способно ускорить темпы прироста прибыли по отношению к темпам прироста объема производства (продаж). Другими словами, при идентичных темпах прироста объема производства продукции предприятие, которое имеет более весомый коэффициент производственного рычага (при прочих равных условиях), всегда будет в большей степени увеличивать сумму прибыли по сравнению с предприятиями с более низким значением этого коэффициента.

Конкретное соотношение прироста суммы прибыли и величины объема производства (продаж), достигаемое при установленном значении коэффициента про-

изводственного рычага, характеризуют параметром «эффект производственного рычага». Стандартная формула для вычисления этого показателя имеет вид:

$$\text{ЭПР} = \frac{\Delta\Pi}{\Delta\text{ОП}}, \quad (9.31)$$

где ЭПР — эффект производственного рычага; $\Delta\Pi$ — темп прироста прибыли, %; $\Delta\text{ОП}$ — темп прироста объема производства (продаж), %.

Устанавливая тот или иной темп прироста объема производства (продаж), всегда можно вычислить, в каких размерах возрастает масса прибыли при сложившемся на предприятии значении коэффициента производственного рычага. Различия в достигаемом эффекте на разных предприятиях определяются несовпадением в соотношении их постоянных и переменных издержек, выражаемым коэффициентом производственного рычага. На основе формул можно построить график определения пороговой выручки от реализации (рис. 9.4).

Критический объем производства (пороговую величину выручки от реализации, при которой прибыль равна нулю) устанавливают по формуле:

$$\text{ОП}_к = \frac{\text{СИ}}{K_{\text{мд}}}, \quad (9.32)$$

где $\text{ОП}_к$ — критический объем производства в стоимостном выражении; СИ — постоянные (стабильные) издержки; $K_{\text{мд}}$ — коэффициент маржинального дохода (маржинальный доход: выручка от реализации продукции), доли единицы.

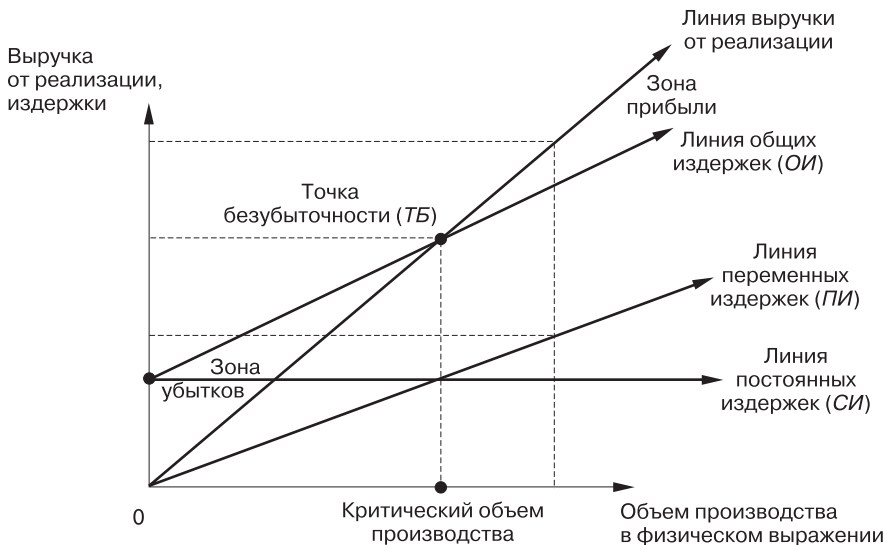


Рис. 9.4. Формат линейного графика безубыточности

Примечания. 1. График безубыточности (break-even chart) — выражает графическую интерпретацию соотношения между выручкой от реализации и общими издержками для различных уровней производства (продаж), характеризующих области получения прибыли и убытков. 2. Точка безубыточности (break-even point) — объем продаж, необходимый для уравнивания совокупного дохода и общих издержек; может быть выражен в натуральных единицах измерения или в деньгах.

Для определения критического объема производства в физическом выражении можно воспользоваться формулой:

$$ОП_{к. физ} = \frac{ОП_{к.}}{Ц_p}, \quad (9.33)$$

где $ОП_{к. физ}$ — критический объем производства в физическом выражении; $ОП_{к.}$ — критический объем производства в денежном выражении, тыс. руб.; $Ц_p$ — цена реализации единицы изделия (группы однородных изделий), тыс. руб.

Если порог рентабельности пройден (прибыль больше нуля), то доля постоянных издержек в суммарных затратах снижается и сила воздействия производственного рычага падает. Наоборот, повышение удельного веса постоянных издержек в суммарных затратах усиливает воздействие производственного рычага.

Наиболее положительное воздействие данного рычага достигается в поле, максимально приближенном к точке безубыточности (после ее преодоления). По мере дальнейшего роста производства продукции (продаж) и удаления от точки безубыточности (росте предела безопасности) эффект производственного рычага начинает снижаться. Это означает, что каждый последующий процент прироста объема производства будет приводить ко все меньшему приросту массы прибыли. Однако темпы прироста всегда будут выше, чем темпы прироста объема производства (продаж).

Следует отметить, что эффект производственного рычага проявляется только в определенном релевантном периоде — это связано с тем, что издержки остаются стабильными лишь на протяжении короткого временного лага. Как только предприятие значительно увеличит объем производства, произойдет существенный рост постоянных издержек и предприятие вынуждено будет преодолевать новую точку безубыточности или приближать к ней свою обычную (текущую) деятельность. После такого подъема постоянных издержек, который изменяет коэффициент производственного рычага, его эффект проявляется применительно к новым условиям хозяйствования. Подобный процесс наблюдается постоянно, и его последствия должны учитываться специалистами предприятия.

Воздействие производственного рычага и запас финансовой прочности можно рассчитать по данным табл. 9.3.

Величину запаса финансовой прочности (в денежном выражении) определяют как разницу между фактической выручкой от реализации и пороговым ее значением. Относительный размер запаса финансовой прочности ($ЗФП$) в процентах устанавливают по формуле:

$$ЗФП_{(процент)} = \frac{[(\text{запас финансовой прочности в стоимостном выражении}) / (\text{фактическая выручка от реализации})] \times 100\%}{(9.34)}$$

В приведенном примере (табл. 9.3) предприятие имеет высокий уровень запаса финансовой прочности — 38,6%, при рекомендуемом минимальном значении не ниже 10%. Запас финансовой прочности свидетельствует о том, на сколько процентов предприятие может выдержать снижение выручки от реализации без серьезной угрозы для своего финансового положения, т. е. сохранит ли оно свою финансовую устойчивость и платежеспособность на прежнем уровне. Финансовый результат деятельности предприятия с низким уровнем постоянных издер-

Таблица 9.3

Расчет производственного рычага и запаса финансовой прочности по предприятию

Показатели	Сумма, млн руб.	Процент
1. Выручка (нетто) от реализации продукции	105,0	100,0
2. (–) Переменные издержки	74,2	70,7
3. (=) Маржинальный доход (стр. 1 – стр. 2)	30,8	29,3
4. (–) Постоянные издержки	18,9	18,0
5. Операционная прибыль (стр. 3 – стр. 4)	11,9	11,3
6. Сила воздействия производственного рычага (стр. 3/стр. 5) = 2,59 (30,8/11,9)	–	–
7. Порог рентабельности (пороговая выручка от реализации) = = 64,5 млн руб. (18,9/0,293)	64,5	–
8. Запас финансовой прочности в абсолютном выражении = = 40,5 млн руб. (105,0 – 64,5)	40,5	–
9. Запас финансовой прочности в относительном выражении = = 38,6% [(40,5/105,0) × 100]	–	38,6

жек в меньшей степени зависит от изменения физического объема производства. Наоборот, предприятие с высокой их долей вынуждено в значительно большей мере опасаться падения объема производства и продаж. В случае снижения выручки от реализации (за счет уменьшения объема производства) сила воздействия производственного рычага характеризует возможную потерю прибыли (или увеличение убытка). В особо трудное положение попадает то предприятие, у которого в условиях спада производства убытки превышают маржинальный доход, т. е. показатель производственного рычага по модулю ниже единицы. Увеличение выручки от реализации на таком предприятии влечет за собой снижение убытка в меньшей степени, чем вызвавший его рост объема производства. Напротив, предприятие, имеющее убыток ниже маржинального дохода, быстрее выйдет из кризисного состояния, поскольку аналогичный рост объема производства (продаж) вызовет более интенсивное снижение убытка. Данную зависимость можно проследить в табл. 9.4.

Таблица 9.4

Зависимость величины убытка от роста выручки за реализацию продукции

Показатели	Базовые условия	Рост выручки от реализации на 10%		
		T_1	T_2	T_n
1. Выручка (нетто) от реализации продукции, млн руб.	100	110,0	121,1	133,1
2. (–) Переменные издержки (рост на 10%), млн руб.	80	88,0	96,8	106,5
3. (=) Маржинальный доход, млн руб.	20	22,0	24,2	26,6
4. (–) Постоянные (стабильные) издержки, млн руб.	25	25,0	25,0	25,0
5. (=) Операционная прибыль или убыток (стр. 3 – стр. 4), млн руб.	–5	–3,0	–0,8	1,6

Примечание. При сумме убытка свыше 5 млн руб. его покрытие затянется на более длительный период.

Операционный анализ показывает также чувствительность, т. е. возможную реакцию финансового результата на изменение внешних и внутренних факторов производства и сбыта продукции, в частности помогает ответить на вопрос: насколько можно изменить объем продаж без потери прибыли? Ответ на данный вопрос связан со сложившейся ситуацией в экономике страны. В современных условиях на первый план выходит проблема не роста массы прибыли, а ее сохранения в заданных предприятием параметрах, обеспечивающих оптимальное соотношение между производственными затратами, социальными выплатами и величиной налоговых платежей. Часто эти ограничения не соответствуют даже максимально возможному уровню прибыли.

В основу анализа чувствительности положен объем производства, который обеспечивает исходный финансовый результат при изменении одного из следующих показателей: постоянных издержек, переменных издержек и цены за единицу продукции. Влияние указанных факторов устанавливают на основе специальных расчетов.

Одним из эффективных методов управления издержками, доходами и прибылью является стохастический (вероятностный) финансовый анализ по системе *CVP* (Cost-Volume – Profit relationships). В его основу положены вероятностные переменные величины. Например, прибыль до налогообложения — это вероятностная переменная, поскольку в равенство, которое определяет ее величину, входит объем реализуемой продукции, т. е. величина, значение которой можно точно оценить (отпускная цена единицы продукции и сумма переменных издержек на единицу продукции известны, как правило, достаточно точно). Стохастический анализ (*CVP*) только с одной принимающей случайное значение переменной — простейший вариант подобного исследования, поскольку в данном случае не учитывают взаимозависимость переменных. Анализ приобретает более сложную форму, когда в расчет включают другие случайные переменные — цену и переменные издержки. Для того чтобы чистая прибыль стала одной из стохастических переменных, можно использовать формулу:

$$\text{ЧП} = [Q \times (C_e \times \text{ПИ}_e) - \text{СИ}] \times (1 - H_c), \quad (9.35)$$

где *ЧП* — чистая прибыль, тыс. руб.; *Q* — количество проданной продукции, единиц; *C_e* — цена за единицу продукции, тыс. руб.; *ПИ_e* — величина переменных издержек на единицу продукции, тыс. руб.; *СИ* — общая сумма постоянных (стабильных) издержек, тыс. руб.; $1 - H_c$ — налоговый корректор, который равен 0,76 ($1 - 0,24$); *H_c* — ставка налога на прибыль, принимаемая в размере 0,24 (24%).

Таким образом, величина чистой прибыли в системе *CVP* чувствительна к следующим основным факторам:

- объему производства в физическом выражении;
- цене за единицу продукции;
- уровню переменных издержек в цене за единицу продукции;
- ставке налога на прибыль.

Основная цель такого анализа — определить, что произойдет с конечным финансовым результатом, если в течение короткого релевантного периода (в рамках имеющихся производственных мощностей) изменятся: объем производства, цена на отдельные изделия и ассортимент реализуемой продукции.

Операционный анализ относят ко второму уровню анализа издержек и прибыли, поскольку его осуществляют вне отчета о прибылях и убытках. Для его проведения необходима информация о состоянии товарного рынка, принципах ценообразования на данном рынке, технике и процедурах продаж, свойственных конкретному товару и его рынку, о поведении конкурентов и другая маркетинговая информация.

Чтобы сделать операционный анализ максимально полезным для предприятия, целесообразно учесть все его ограничения, а также использовать все возможные достоинства его применения.

9.8. Взаимодействие эффектов производственного и финансового рычагов

Различают два вида риска, связанного с деятельностью предприятия: предпринимательский (деловой) и финансовый.

Сумма предпринимательского и финансового рисков представляет собой совокупный (производственно-финансовый) риск предприятия. Ученые-экономисты США под совокупным риском фирмы (Total Firm Risk) понимают изменчивость величины прибыли на одну акцию (Earning Per Share, *EPS*). Совокупный риск равен сумме делового и финансового рисков.¹

Соотношение между ними и управление этим соотношением играют важную роль в теории и практике финансового менеджмента.

Риски непостоянны во времени. На них влияют колебания делового цикла, изменения в финансовой и денежно-кредитной политике государства и другие факторы. В силу этого общеэкономическая информация исключительно важна при оценке риска конкретной ситуации на товарном и финансовом рынках. Соотношение совокупного и финансового рисков можно увидеть на рис. 9.5.

Линия *AB* показывает, что деловой риск не связан с финансовым рычагом (левериджем), линия *AC* свидетельствует о прямой зависимости между финансовым

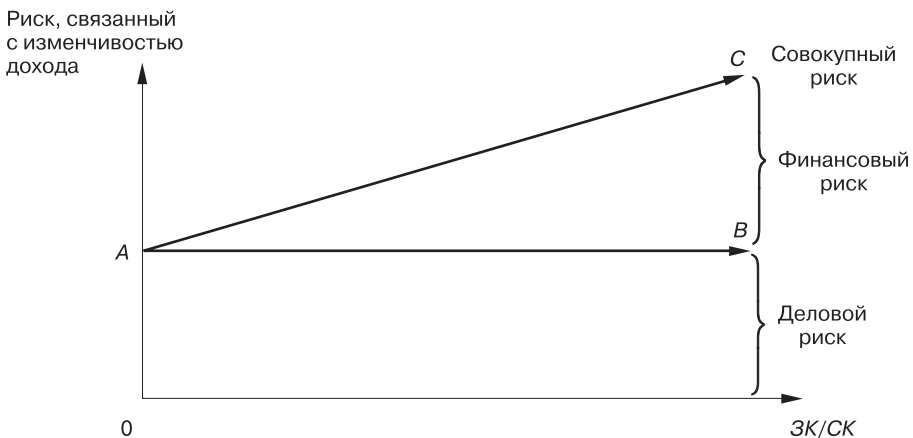


Рис. 9.5. Составные элементы совокупного (общего) риска предприятия

¹ Ван Хорн Д. К., Вахович Д. М. (мл.). Основы финансового менеджмента / Пер. с англ. — М.: Вильямс, 2004. С. 595.

риском и данным рычагом через коэффициент задолженности (ZK/CK). Совокупный риск предприятия — это сумма делового и финансового рисков. Предпринимательский (деловой) риск в конкретной сфере деятельности вызывают следующие факторы:

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

Сила воздействия производственного рычага зависит от доли постоянных расходов в суммарных издержках и от величины выручки от реализации. Если уровень постоянных издержек предприятия высок и не снижается в период падения спроса на продукцию, то снижение прибыли многократно выше по сравнению с выручкой от реализации, т. е. возрастает предпринимательский риск.

Влияние эффекта финансового рычага ($ЭФР$) генерирует финансовый риск, который возникает в случае:

- неустойчивости финансовых условий кредитования заемщиков (особенно при колебаниях рентабельности активов);
- неуверенности владельцев обыкновенных акций в получении приемлемых дивидендов при банкротстве предприятия-эмитента с высоким уровнем заемных средств в пассиве баланса (свыше 50%).

Следовательно, предпринимательский и финансовый риски тесно связаны на основе взаимодействия эффектов производственного и финансового рычагов.

Производственный (операционный) рычаг воздействует на общую прибыль (прибыль до уплаты процентов за кредит и налога на прибыль), а финансовый рычаг — на чистую прибыль, чистую рентабельность собственного капитала и чистую прибыль, приходящуюся на каждую обыкновенную акцию. Возрастание суммы процентов за кредит при наращивании эффекта финансового рычага (за счет роста коэффициента задолженности) увеличивает постоянные издержки и оказывает возрастающее давление на силу воздействия производственного рычага (маржинальный доход: прибыль). При этом увеличивается не только финансовый, но и предпринимательский риск и, несмотря на декларирование высокого уровня дивидендов, может упасть курсовая стоимость акций предприятия-эмитента. Последнее обстоятельство приводит к обесценению уставного капитала и снижению доверия кредиторов к данному акционерному предприятию (корпорации).

Главная задача финансового директора в такой ситуации — снижение силы воздействия финансового рычага, чтобы уменьшить финансовый риск.

Таким образом, чем больше сила воздействия производственного рычага, тем более чувствительна общая прибыль к изменению выручки от реализации продукции. С другой стороны, чем выше уровень эффекта финансового рычага, тем более чувствительна чистая прибыль, приходящаяся на одну обыкновенную акцию, к изменению валовой прибыли.

По мере одновременного увеличения силы воздействия производственного и финансового рычагов все менее значительные изменения физического объема реализации продукции приводят ко все более весомым колебаниям чистой прибыли, приходящейся на одну обыкновенную акцию. Данный тезис находит выра-

жение в формуле совокупного эффекта производственного и финансового рычагов:

$$\text{уровень сопряженного эффекта производственного и финансового рычагов} = \text{СВПР} \times \text{СВФР}, \quad (9.36)$$

где *СВПР* — сила воздействия производственного рычага, коэффициент; *СВФР* — сила воздействия финансового рычага, коэффициент.

В наиболее простом виде *СВФР* можно установить по формуле:

$$\text{СВФР} = \frac{\text{бухгалтерская прибыль/бухгалтерская прибыль} - \text{сумма процентов за кредит}}{\text{сумма процентов за кредит}} \quad (9.37)$$

Чем ближе рассчитанный по этой формуле коэффициент к единице, тем ниже финансовый риск, связанный с данным предприятием.

Исходную информацию для определения *СВФР* можно получить из отчета о прибылях и убытках (форма № 2). Важно отметить, что сочетание значительного производственного рычага с высоким финансовым рычагом может иметь самые негативные последствия для финансово-хозяйственной деятельности предприятия, так как предпринимательский и финансовый риски взаимно умножаются, особенно в условиях падения деловой активности (снижения объемов производства и продаж).

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

- 1) высокий уровень эффекта финансового рычага в сочетании со слабой силой воздействия производственного рычага;
- 2) низкий уровень эффекта финансового рычага в сочетании с сильным воздействием производственного рычага;
- 3) умеренные уровни эффектов производственного и финансового рычагов.

Последней ситуации достичь труднее всего. Критерием выбора того или иного варианта служит максимум курсовой стоимости акций предприятия (корпорации) на фондовом рынке при достаточной безопасности акционеров. Рациональная структура капитала — это результат компромисса между риском и доходностью. Если равновесие между этими параметрами достигнуто, то оно должно принести собственнику (акционерам) желаемую максимизацию прибыли или максимизацию курсовой стоимости акций при допустимом уровне риска.

Для выбора дивидендной политики предприятию-эмитенту целесообразно использовать следующую стандартную формулу:

$$\begin{aligned} & \text{чистая прибыль на одну обыкновенную акцию в будущем периоде} = \\ & = \text{чистая прибыль на акцию в текущем периоде} \times (1 + \text{уровень} \\ & \quad \text{сопряженного эффекта производственного и финансового} \\ & \quad \text{рычагов} \times \text{индексное изменение выручки от реализации продукции}). \end{aligned} \quad (9.38)$$

Следует иметь в виду, что взаимодействие эффектов производственного и финансового рычагов усугубляет влияние падения выручки от реализации продукции на чистую прибыль предприятия. Поэтому для любого вида предпринимательской деятельности важно определить разумное сочетание риска и доходности активов, собственного капитала и объема продаж.

Глава 10

ПРИНЯТИЕ РЕШЕНИЙ О ФОРМИРОВАНИИ И ИСПОЛНЕНИИ ОПЕРАЦИОННЫХ И ФИНАНСОВЫХ БЮДЖЕТОВ

10.1. Назначение, цель и задачи бюджетирования

Разработка различных финансовых планов (в форме бюджетов) составляет основу финансового управления предприятием и реализуется в процессе бюджетирования.

Как показывает практика индустриально развитых стран, использование планирования создает для корпораций следующие преимущества:

- делает возможным подготовиться к использованию будущих благоприятных условий на товарном и финансовом рынках;
- проясняет многие возникающие проблемы;
- стимулирует менеджеров к реализации своих решений в дальнейшей работе;
- улучшает координацию действий между структурными подразделениями предприятия;
- увеличивает возможности в обеспечении его специалистов полезной для них информацией;
- способствует более эффективному распределению ресурсов и усилению контроля в корпорации.

По мнению Э. Хелферта, «планирование финансов — это только часть процесса составления бизнес-плана, с помощью которого менеджер определяет, какой станет в будущем деятельность компании в зависимости от ожидаемой экономической, конкурентной, технической и правовой среды. Разработанный бизнес-план обычно разбивают на части в соответствии с целями и задачами, поставленными перед всей организацией и ее подразделениями».¹

Планы помогают руководству предприятия сформулировать стратегию и тактику действий для достижения желаемых результатов в долгосрочном, среднесрочном и краткосрочном периодах. После этого разрабатывают финансовый раздел бизнес-плана в виде прогнозных финансовых и операционных бюджетов. Э. Хелферт включает в их состав:

- прогнозный отчет о прибылях и убытках;

¹ Хелферт Э. Техника финансового анализа / Пер. с англ. под ред. Л. П. Белых. — М.: Аудит; ЮНИТИ, 1996. С. 196.

- прогнозный баланс;
- прогнозный отчет о движении фондов (финансовых ресурсов);
- денежный бюджет (Cash Budget);
- бюджет текущей деятельности (Operating Budget), который имеет много разновидностей (бюджет продаж, производственный бюджет, бюджет закупок материальных ресурсов и др.).

Подобный подход является вполне логичным для экономики западных стран, которая развивается в устойчивых (эволюционных) условиях.

Разработка российскими предприятиями финансовых планов (бюджетов) занимает важное место в системе мер по стабилизации их денежного хозяйства. Определим ключевые понятия, связанные с финансовым планированием.

Финансовый план — обобщенный плановый документ, отражающий поступление и расходование денежных ресурсов предприятия на текущий (до одного года) и долгосрочный (свыше одного года) периоды. Он может включать в себя прогноз финансовых ресурсов на два-три года (например, в рамках инвестиционного плана).

Бюджет (budget) — оперативный финансовый план, составленный, как правило, в рамках до одного года (на декаду, месяц, квартал), отражающий расходы и поступления средств по текущей, инвестиционной и финансовой деятельности предприятия.

Он является инструментом финансового планирования (прогнозирования) и контроля за деятельностью компании и ее структурных подразделений.

Бюджетирование (budgeting) — процесс разработки конкретных бюджетов в соответствии с целями оперативного планирования (например, платежный баланс на предстоящий месяц).

Бюджетирование капитала — процесс разработки отдельного бюджета по управлению капиталом предприятия, источникам формирования капитала (пассивы баланса) и их размещению (активы баланса). Например, прогноз баланса активов и пассивов (на конец предстоящего квартала, полугодия, года).

Бюджетный контроль — текущий контроль за исполнением отдельных показателей доходов и расходов, активов и пассивов, определенных плановым бюджетом.

Смета — форма планового расчета, определяющая потребность предприятия в денежных ресурсах на предстоящий период и последовательность действий по исчислению показателей. Например, смета затрат на производство и реализацию продукции, составляемая на год с поквартальной разбивкой показателей. Данный термин широко использовался в плановой экономике при разработке техпромфинплана предприятия.

Ключевая цель бюджетирования — обеспечение производственно-коммерческого процесса необходимыми как по объему, так и по структуре денежными ресурсами. Для достижения этой главной цели должны быть решены следующие основные задачи:

- определение объектов бюджетирования;
- разработка системы бюджетов — операционных и финансовых;
- вычисление соответствующих показателей бюджетов;

- расчет необходимого объема денежных ресурсов, обеспечивающих финансовую устойчивость, платежеспособность и ликвидность баланса предприятия;
- определение величины внутреннего и внешнего финансирования, выявление резервов их дополнительного привлечения;
- прогноз доходов, расходов и капитала предприятия;
- анализ и оценка деятельности отдельных подразделений осуществляют на базе показателей, утвержденных для каждого из них.

В общей системе бюджетов выделяют основной (консолидированный) и локальные бюджеты. «Основной бюджет — это финансовое, количественно определенное выражение маркетинговых и производственных планов, необходимых для достижения поставленных целей».¹ На практике его часто называют мастер-бюджетом.

Мастер-бюджет представляет собой финансовый план развития предприятия, с помощью которого регулируют, координируют и контролируют во временном аспекте использование материальных, трудовых и финансовых ресурсов, все основные фазы производственного цикла: план закупок, производственную программу, план продаж и др.

Локальные бюджеты служат исходной информационной базой для разработки основного бюджета. Главной причиной, по которой предприятие теряет значительную часть своих доходов, является отсутствие достоверных сведений об их покупках и рынках сбыта. В результате возникают трудности с прогнозированием реального объема производства и продаж продукции (услуг).

Важное значение с позиции оптимизации доходов имеет не только правильное составление основного бюджета на предстоящий период (месяц, квартал, год), но и систематический контроль за его выполнением, что помогает минимизировать непредвиденные финансовые потери. Подобный контроль предполагает выявление размера отклонений фактических показателей от плановых, зафиксированных в бюджете, и принятие оперативных мер по их устранению. Определение отклонений рекомендуют осуществлять исходя из горизонта бюджетирования: в месячном бюджете — еженедельно; в квартальном — ежемесячно; в годовом бюджете — ежеквартально. Контроль имманентно присущ бюджетированию. В процессе контроля собирают необходимую информацию и анализируют результаты выполнения бюджетов.

Процесс бюджетирования носит непрерывный или скользящий характер. Исходя из плановых финансовых показателей в течение текущего финансового года (до наступления планового периода) разрабатывают систему квартальных бюджетов. В рамках квартальных бюджетов составляют месячные бюджеты (с подекадной разбивкой показателей). Такое скользящее бюджетирование гарантирует непрерывность оперативного финансового планирования на предприятии.

Основная идея системы бюджетирования состоит в том, что ключевые параметры экономической деятельности предприятия уточняют на уровне его отдельных структурных подразделений (филиалов) по информации о видах доходов и расходов. Для этого создают соответствующие центры ответственности: доходов, расходов, прибыли и инвестиций. Центр ответственности — это набор статей

¹ Финансовый менеджмент. — М.: Карана, 1998. С. 236.

бюджета предприятия (объединенных по общему признаку), за планирование и выполнение которых несет ответственность один из ведущих менеджеров фирмы или руководитель структурного подразделения.

На российских предприятиях могут быть выделены следующие типы центров ответственности:

- центр затрат (место их возникновения);
- центр доходов и затрат (или центр финансового учета);
- центр прибыли (центр финансовой ответственности);
- центр инвестиций (отдел капитального строительства).

В рамках процесса бюджетирования руководитель центра ответственности отвечает за:

- организацию планирования и нормирования вверенного ему набора статей;
- правильность расчета соответствующих статей бюджета;
- контроль по выполнению плановых параметров статей бюджета;
- принятие решений по устранению отклонений плановых статей бюджета от фактических параметров (если такие отклонения превышают 5%).

По сравнению с другими инструментами финансового планирования и управления предприятием бюджетирование обладает рядом очевидных преимуществ:

- определяет деятельность предприятия в целом путем координации работы ведущих специалистов, отделов и служб;
- оказывает положительное воздействие на мотивацию и настрой коллектива;
- позволяет усовершенствовать процесс распределения ресурсов;
- позволяет менеджерам низового звена понять свою роль на предприятии;
- предоставляет пользователям более реальную информацию за счет месячного планирования показателей бюджетов структурных подразделений (об объеме доходов, расходов, прибыли и др.), чем бухгалтерская и статистическая отчетность;
- в рамках утвержденных месячных бюджетов структурным подразделениям предприятия предоставлена большая самостоятельность в использовании средств;
- минимизация числа показателей бюджетов позволяет снизить затраты рабочего времени персонала финансово-экономических служб предприятия;
- позволяет более эффективно расходовать денежные ресурсы предприятия, что особенно важно в условиях их дефицита.

Следует иметь в виду, что при внедрении системы бюджетирования у предприятия могут возникнуть определенные трудности:

- высокие затраты на разработку и реализацию данной системы;
- конфликты между менеджерами структурных подразделений и специалистами финансово-экономических служб;
- стремление получить больше ресурсов для реализации бюджета;
- распространение недостоверной информации о бюджетах по неформальным каналам и др.

Однако эти трудности не носят объективного характера и вполне преодолимы в процессе внедрения новой системы финансового управления и контроля. Следовательно, система бюджетирования помогает руководителям и ведущим специалистам предприятий более эффективно управлять производственным и финансовым циклами, особенно в условиях дефицита денежных средств. Сравнивая фактические результаты с параметрами бюджетов, можно определить, какие расходы требуют особого контроля и за счет каких факторов можно увеличить доходы предприятия.

10.2. Роль бюджетов в принятии финансовых решений

Роль бюджетов в финансовом управлении и принятии решений определяется следующими аспектами:

- помощь в планировании хозяйственных операций;
- координация в деятельности различных подразделений и обеспечение гармоничности их развития;
- необходимость в доведении планов до руководителей различных центров ответственности;
- стимулирование (мотивация) труда руководителей (ведущих менеджеров) по достижению целей предприятия;
- оценка эффективности работы руководителей и специалистов.

Рассмотрим данные аспекты более подробно.

Принятие наиболее важных решений по планированию хозяйственных операций — составная часть процесса перспективного планирования. Процесс составления годового бюджета предполагает его конкретизацию в поквартальной (помесячной) разбивке показателей. Если отсутствует годовой бюджет, то проблемы повседневной деятельности могут склонить руководителя предприятия отказаться от планирования будущих операций. Составление годового бюджета предполагает, что руководители будут планировать будущие операции, принимая во внимание возможные изменения условий деятельности предприятия в следующем году, и принимать меры по нейтрализации будущих негативных явлений.

Процесс бюджетирования заставляет руководителей предприятий предвидеть проблемы до того, как они возникнут, и гарантирует от непродуманных поспешных решений, представляющих опасность для предприятия. При помощи бюджетов действия различных подразделений могут быть согласованы и сведены воедино. При отсутствии общего руководства каждый менеджер может принимать свое решение, полагая, что оно в наибольшей мере отвечает интересам фирмы. В отдельных случаях интересы одного руководителя могут противоречить интересам других ведущих специалистов отделов и служб. Например, начальник отдела закупок может разместить крупные заказы, чтобы получить большую скидку с цены материальных ресурсов от своих поставщиков; начальник производственного отдела желает избежать высокого уровня запасов; финансовый директор будет заинтересован в том, чтобы руководители других служб учитывали, как повлияют их действия на финансовую устойчивость, платежеспособность и ликвидность баланса предприятия. Поэтому целью разработки бюджетов является сглажива-

ние этих противоречий в пользу предприятия в целом, а не отдельно его подразделения. Следовательно, составление различных бюджетов вынуждает руководителей изучать взаимоотношения своего подразделения с другими и в процессе такого изучения предвидеть и разрешать возможные конфликты. Сомнительно, что первый вариант проекта бюджета сможет обеспечить гармонизацию всех направлений деятельности предприятия. Например, можно запланировать закупку сырья и материалов в таком количестве и в такие периоды, которые не обеспечат равномерный выпуск готовой продукции, что неизбежно отразится на финансовом равновесии предприятия. Подобные несоответствия обычно устраняют до принятия окончательного варианта бюджета. Поэтому правильно составленный бюджет способствует координации различных видов деятельности предприятия и обеспечивает согласованность действий всех его структурных подразделений. Бюджет может быть полезным инструментом воздействия на работу руководителей, побуждая их действовать в направлении достижения главной цели предприятия. Бюджет выражает те параметры (доходы, расходы, прибыль и др.), в достижении которых при определенных условиях могут быть заинтересованы руководители подразделений (филиалов). Однако бюджеты могут стать причиной неэффективной работы и противоречий между руководителями. Если сотрудники предприятия принимали активное участие в разработке бюджетов и если руководители всегда обращаются к ним за помощью в управлении отделами и службами, то они могут стимулировать их эффективную работу. Однако если бюджет продиктован сверху и скорее представляет собой приказ, то его исполнение может встретить противодействие персонала и принести больше вреда, чем пользы. Бюджет помогает руководителям в управлении деятельностью и ее контроле в том подразделении предприятия, за которое они отвечают. Сравнивая фактические результаты с плановыми показателями различных видов расходов, руководители могут установить, какие из них не соответствуют первоначальному плану и поэтому требуют их пристального внимания. Данный процесс позволяет наладить систему контроля затрат по отклонениям, когда усилия руководителя концентрируются на показателях, которые существенно превышают бюджетные значения.

Изучая причины отклонений, руководители должны знать такие причины, как закупка материалов низкого качества, обязательное соблюдение монтажной и транзитной норм отгрузки, зависимость предприятия от одного приоритетного поставщика. В связи с этим рекомендуется иметь несколько поставщиков по всем видам сырья, материалов и комплектующих изделий.

Работу руководителя подразделения нередко оценивают по его успехам в исполнении бюджета. Некоторые фирмы устанавливают своим сотрудникам вознаграждения исходя из их способностей достичь целей, намеченных в жестком бюджете, или ставят возможность их продвижения по службе в зависимости от исполнения бюджета. Кроме того, руководитель может сам оценить свои способности. Бюджет представляет собой полезный инструмент информирования руководителей о том, насколько эффективно они исполняют свои обязанности по реализации задач, предусмотренных в плане. Фирма будет функционировать эффективно только при наличии полной и достоверной информации. Это необходимо для того, чтобы структурные подразделения имели реальное представление о планах и экономической политике предприятия. Каждый работник должен чет-

ко понимать свою роль в исполнении бюджета, что обеспечивает его личную ответственность за выполнение плановых показателей.

С помощью бюджета высшее руководство информирует о своих намерениях руководителей более низкого уровня таким образом, чтобы все сотрудники четко представляли эти намерения и координировали свои действия. Информацию передают не только через бюджет, много важных сведений поступает в процессе ее подготовки.

Процедуры формирования и исполнения бюджета служат нескольким целям, и некоторые из последних могут противоречить одна другой. Например, могут вступать в противоречие функции планирования и стимулирования (мотивации). Предлагаемые бюджеты, которые невозможно исполнить, могут максимально соответствовать целям стимулирования и не отвечать целям планирования. Для планирования при разработке бюджета целесообразно преследовать достижение более легких целей. Возможны также противоречия между функциями планирования и оценки эффективности. В целях планирования бюджет составляют до начала планируемого периода (квартала, года), исходя из ожидаемых условий хозяйствования. Оценка эффективности базируется на сравнении фактических результатов с показателями скорректированного бюджета. На практике чаще сравнивают фактические показатели с параметрами первоначального бюджета. Однако если учтенные при разработке бюджета условия изменились, то возникает противоречие между планированием и оценкой эффективности. Таким образом, бюджеты служат удобным инструментом как для принятия оперативных управленческих решений, так и для прогноза будущих хозяйственных операций.

10.3. Классификация и содержание бюджетов

Система бюджетирования на любом предприятии состоит из двух ключевых подсистем:

- бюджетов структурных подразделений (цехов, участков, отделов, служб и др.), составляемых по центрам финансовой ответственности (центрам финансового учета);
- сквозного (сводного) бюджета, характеризующего деятельность предприятия в целом.

Систему бюджетов подразделяют также на операционные и финансовые.

Операционный бюджет включает в себя сводный бюджет доходов и расходов, базой для разработки которого являются более частные (локальные) бюджеты: производства; продажи продукции; закупок материальных ресурсов; прочих доходов; затрат на материалы и энергию; оплаты труда; амортизационных отчислений; общепроизводственных и общехозяйственных расходов; налоговый и др.

Финансовый бюджет состоит из бюджета движения денежных средств и прогнозного баланса активов и пассивов (бюджета по балансовому листу).

Существенно не отличается от приведенной классификации позиция авторов Руководства по технике эффективного менеджмента.¹ Они включают в основной (общий) бюджет предприятия три основных документа:

¹ Финансовый менеджмент. — М.: Карана, 1998. С. 236.

- 1) прогноз отчета о прибылях и убытках;
- 2) прогноз отчета о движении денежных средств;
- 3) прогноз бухгалтерского отчета (баланса).

Следует подчеркнуть, что каждый документ является важным, но недостаточным условием для признания бюджета удовлетворительным, т. е. отвечающим поставленным целям предприятия. Например, оно может располагать приемлемым объемом прибыли и уровнем рентабельности продаж, активом и собственным капиталом, но из-за неудовлетворительного управления оборотными активами (чрезмерного завышения объемов запасов и дебиторской задолженности) имеет отрицательный денежный поток по текущей деятельности. Данный фактор негативно сказывается на текущей платежеспособности и ликвидности баланса.

В переводной финансовой литературе наряду с главным операционным и финансовым бюджетами освещают и другие их виды.¹ Например, дополнительный бюджет (Supplemental budget) предусматривает финансирование мероприятий, не включенных в основной бюджет. Приростный бюджет (Incremental budget) формируют путем простой индексации (в процентах) предыдущего бюджета без пересмотра его статей. Добавочный бюджет (Add-on budget) предусматривает изучение предыдущих бюджетов и их корректировку под текущие параметры: темпы инфляции, изменения в штатном расписании, в ассортименте выпускаемой продукции и др. Его редко используют на практике, так как расходы должны соответствовать стандартному уровню объема продаж. Выполнение параметров такого модифицированного бюджета не является для менеджеров обязательным. Целевой бюджет (Target budget) выражает основные направления расходования средств и связывает их с ключевыми задачами подразделений (филиалов) компании.

Стратегический бюджет (Strategies budget) интегрирует элементы стратегического финансового планирования и контроля. Он необходим в периоды нестабильности и неопределенности деятельности компании. Руководитель подразделения вправе распространить бюджет рекурсивным образом на период, следующий за отчетным. Новый период добавляют к оставшимся и получают новый бюджет. Преимущество непрерывного бюджетирования заключается в улучшении планирования, учете данных истекших периодов и возникающих изменений.

Разрабатывают также бюджеты с нулевым уровнем, которые составляют каждый раз заново, с нуля, что требует дополнительных усилий и времени. Однако они предотвращают повторение одних и тех же ошибок, которые могут присутствовать в преемственных бюджетах.

Многовариантный бюджет предполагает несколько сценариев развития событий, и в зависимости от складывающейся ситуации выбирают наиболее реальный вариант. В этом случае отдельные статьи бюджета доходов и расходов имеют несколько значений, из которых в итоге выбирается одно.

Бюджеты можно формировать по принципу «снизу вверх» и «сверху вниз». Бюджеты, составленные по принципу «снизу вверх», предусматривают сбор и передачу информации от исполнителей к менеджерам нижнего уровня и далее руководству предприятия. Основным недостатком таких бюджетов считается, что

¹ Шим Д. К., Сигел Д. Г. Основы коммерческого бюджетирования / Пер. с англ. — СПб.: Пергамент, 1998. С. 6–7.

много сил и времени уходит на их согласование, а руководство компании лишено возможности вникнуть во все детали исходной информации. Бюджеты, построенные по принципу «сверху вниз», функционируют по обратной процедуре. Недостатком этого вида бюджетов служит то, что не учитывают мнение непосредственных исполнителей. Руководство предприятия часто не обладает полной информацией, необходимой для разработки бюджетов. На практике, как правило, используют комбинированные варианты, содержащие в себе элементы различных типов бюджетов.

В дальнейшем изложении материала автор придерживается общепринятой в России систематизации бюджетов на операционные и финансовые.

Составление бюджета доходов и расходов является отправной точкой процесса сквозного бюджетирования на любом предприятии. Данный бюджет представляет собой расчетную оценку доходов и расходов, а также их структуру на предстоящий период (квартал, год). Доходную и расходную части бюджета вычисляют отдельно, а затем сводят в единую таблицу. Доходную часть бюджета разделяют на три составляющие:

- 1) доходы от реализации продукции (услуг);
- 2) доходы от прочей текущей деятельности;
- 3) доходы от финансовой деятельности.

Расходная часть состоит из текущих (эксплуатационных) расходов, связанных с производством и реализацией продукции; расходов на выплату налогов; расходов по финансовой деятельности. Примерная форма бюджета доходов и расходов по ОАО пищевой промышленности приведена на рис. 10.1.



Рис. 10.1. Бюджет доходов и расходов на предстоящий год (квартал, месяц)

Необходимо отметить, что пересмотр бюджета доходов и расходов возможен в случаях:

- его дефицита (превышения расходов над доходами);
- если плановая рентабельность продаж, активов и собственного капитала находится, по мнению руководства, на недостаточном уровне (отношение профицита бюджета к объему продаж, активов и собственного капитала), что не позволяет в полной мере реализовать финансовую гибкость предприятия.¹

Концентрация всех видов денежных поступлений и платежей (денежных потоков) получает отражение в специальном финансовом документе — бюджете движения денежных средств. Основной целью разработки этого бюджета является прогнозирование во времени денежных потоков предприятия в разрезе отдельных видов его хозяйственной деятельности (текущей, инвестиционной и финансовой) и обеспечение платежеспособности на приемлемом уровне (недопущение кассовых разрывов) в течение всего планового периода. Бюджет движения денежных средств составляют в несколько этапов:

- бюджет поступлений от реализации продукции (он необходим также для разработки бюджета доходов и расходов);
- бюджет прочих поступлений;
- бюджет закупок сырья и материалов;
- бюджет платежей по оплате труда;
- бюджет выплат по общепроизводственным расходам;
- бюджет выплат по общехозяйственным расходам;
- бюджет налоговых платежей (включая косвенные налоги);
- бюджет поступлений и выплат по инвестиционной деятельности;
- бюджет поступлений и выплат по финансовой деятельности;
- сводный бюджет движения денежных средств.

Примерная форма данного бюджета (в сокращенном виде) представлена на рис. 10.2.

Ожидаемое сальдо денежных средств на конец планируемого месяца (квартала) сравнивают с их минимальной величиной, которая должна поддерживаться предприятием. Если ожидаемое сальдо меньше минимальной суммы денежных средств, то дефицит денежной наличности покрывают за счет банковского или коммерческого кредита. Оптимальное соотношение между отдельными видами денежных потоков достигается в случае, когда основным источником поступлений средств является текущая деятельность предприятия. Средства, полученные от этой деятельности, направляют на финансирование реальных инвестиций (на капитальные вложения).

Финансовая деятельность призвана увеличивать денежные ресурсы предприятия и создавать дополнительные источники финансирования текущей и инвестиционной деятельности. Сводный бюджет движения денежных средств обычно

¹ Финансовая гибкость — способность фирмы оперативно формировать необходимый объем денежных ресурсов при неожиданном возникновении высокоэффективных финансовых предложений или новых возможностей ускорения производственного, научно-технического и социального развития.

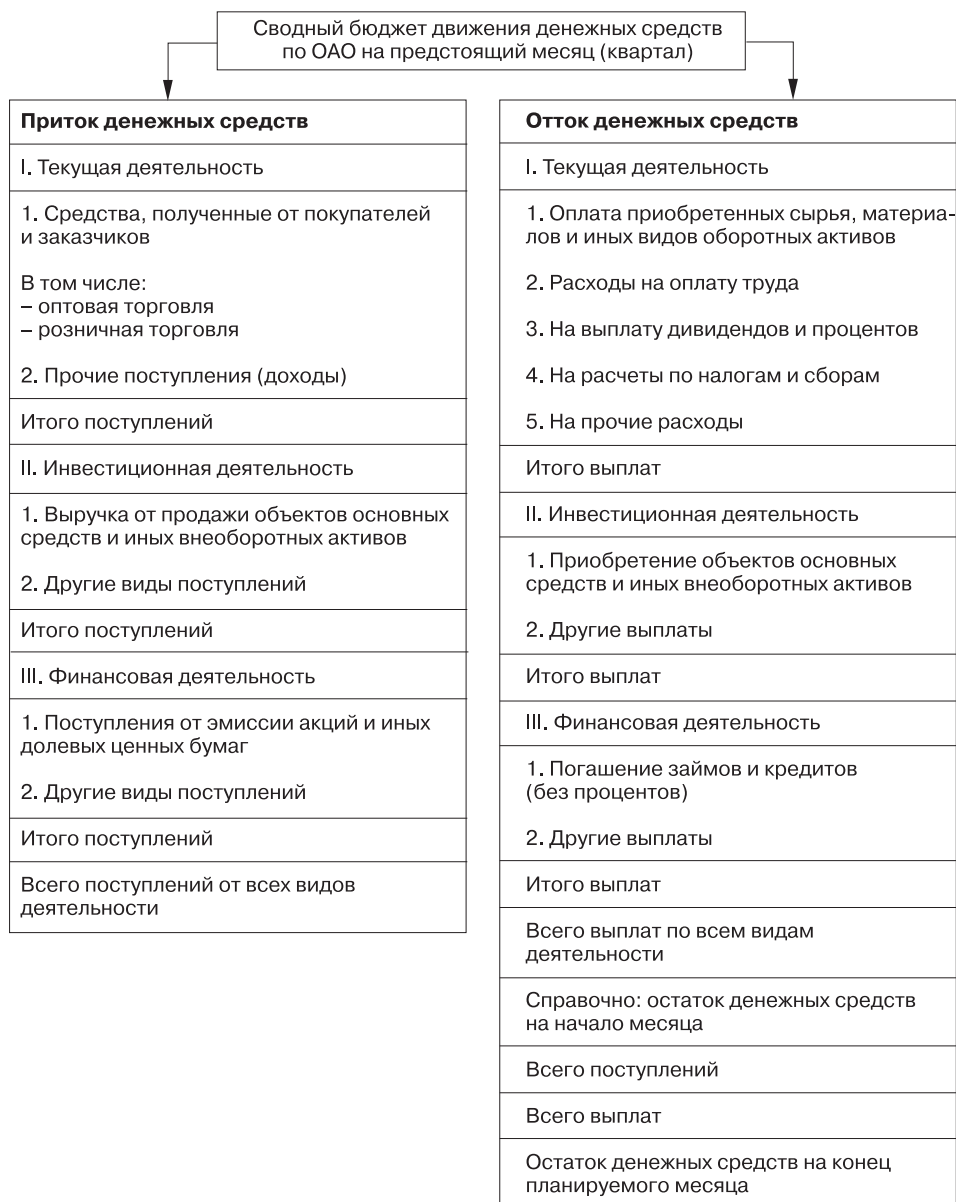


Рис. 10.2. Бюджет движения денежных средств по ОАО пищевой промышленности

детализируют по центрам финансовой ответственности (центрам финансового учета), которые генерируют основной объем притока и оттока денежных средств.

Таким образом, практическое значение бюджета движения денежных средств заключается в следующем:

- обеспечение постоянной платежеспособности предприятия в течение всего года;

- изучение взаимосвязи полученного финансового результата и изменения величины денежных средств;
- осуществление рациональной кредитной политики;
- эффективное размещение свободных денежных средств, временно не участвующих в хозяйственном обороте;
- контроль за деятельностью центров финансовой ответственности (центров финансового учета).

Сравнительно новый расчет в практике финансового планирования на предприятиях России — разработка планового баланса активов и пассивов на конец прогнозного периода (квартала, года). Составление данного баланса (бюджета по балансовому листу) в разрезе укрупненной номенклатуры статей может оказать существенное влияние на пересмотр финансовой стратегии и тактики предприятия. Если предварительные расчеты показывают, что не достигается необходимая финансовая устойчивость и платежеспособность фирмы, то возможны значительные корректировки чистой прибыли, направляемой на выплату дивидендов, и цели развития, оборотных активов и краткосрочных обязательств.

Форма прогнозного баланса активов и пассивов приведена на рис. 10.3.

Прогнозный баланс позволяет:

- выявить возможные неблагоприятные для предприятия последствия финансовых решений, принимаемых на планируемый период;
- проверить математическую правильность процесса бюджетирования в целом. Например, достоверность составленного бюджета движения денежных средств;
- осуществить анализ финансового состояния предприятия в будущем на основе расчета финансовых коэффициентов по балансовым статьям и оценить их уровень с позиции требований финансового рынка;
- установить будущую структуру капитала и активов (имущества) предприятия;
- определить наиболее мобильную часть источников собственных средств в форме чистого оборотного капитала.

При разработке бюджета по балансовому листу следует иметь в виду, что некоторые показатели баланса имеются в результате составления бюджета доходов и расходов и бюджета движения денежных средств (денежные средства на счетах в банках и в кассе). Ряд показателей берут из предыдущего баланса (например, уставный, резервный и добавочный капиталы).

10.4. Условия формирования системы эффективного бюджетного управления

Процесс бюджетирования на многих предприятиях протекает в условиях экономической нестабильности и отсутствия четких перспектив развития. Прежде всего данный процесс должен иметь организационное, информационное и кадровое обеспечение, а также возможность оперативного проведения аналитических процедур (быстрый сбор и анализ собираемых данных), на что специалисты предприятия затрачивают много времени.

Прогноз баланса активов и пассивов на конец предстоящего квартала					
Активы		Сумма на конец прогноз- ного периода, тыс. руб.	Пассивы		Сумма на конец прогноз- ного периода, тыс. руб.
I. Внеоборотные активы			III. Капитал и резервы		
1. Нематериальные активы	950		1. Уставный капитал	5000	
2. Основные средства	70 955		2. Добавочный капитал	81 540	
3. Незавершенное строительство	13 340		3. Резервный капитал	800	
4. Прочие внеоборотные активы	9485		4. Нераспределенная прибыль	12 650	
Итого по разделу I	95 730		Итого по разделу III	99 990	
II. Оборотные активы			IV. Долгосрочные обязательства		
1. Запасы	11 960		Долгосрочные займы и кредиты	2150	
2. НДС по приобретенным ценностям	2300		Итого по разделу IV	2150	
3. Дебиторская задолженность	53 250		V. Краткосрочные обязательства		
4. Денежные средства	3450		1. Краткосрочные займы и кредиты	5750	
5. Краткосрочные финансовые вложения	6900		2. Кредиторская задолженность	64 090	
Итого по разделу II	77 860		3. Прочие краткосрочные обязательства	1610	
Баланс	173 590		Итого по разделу V	71 450	
			Баланс	173 590	

Рис. 10.3. Формат бюджета по балансовому листу по ОАО на конец прогнозного периода (квартала)

Наиболее характерный недостаток бюджетов — слабая вовлеченность конкретных исполнителей в процесс бюджетирования и управления (принятие решений), сложность формирования гибкой системы оценки результатов деятельности структурных подразделений (цехов, отделов, служб и др.).

Основные проблемы, возникающие при построении системы бюджетирования на предприятии:¹

- четко не обозначена концепция финансового управления;
- отсутствует управленческий (производственный) учет;
- основой бюджетирования служат фактические данные бухгалтерского учета;

¹ Более подробно см.: *Бочаров В. В.* Коммерческое бюджетирование: Учебник для вузов. — СПб.: Питер, 2003, гл. 2.

- процедуры учета, анализа, планирования и контроля не формализованы, не разграничена ответственность должностных лиц;
- не определены принципы централизации и децентрализации управленческих функций.

Следовательно, для успешного формирования и функционирования системы бюджетного управления необходимо соблюдение ряда обязательных условий.

1. Целесообразно создание новой организационной структуры управления предприятием, определяющей права и ответственность руководителей структурных подразделений, а также структуры бизнес-процессов, влияющих на скорость и качество внутрифирменного планирования. В данную структуру управления обычно включают: функции подразделений, процедуры взаимодействия между ними, систему ответственности и др. Нормативным обеспечением организационной структуры служат:

- ◆ положение об организационной структуре;
- ◆ положение о должностных обязанностях руководителей и специалистов высшего и среднего звена управления, а также менеджеров отделов, служб и др.;
- ◆ штатное расписание.

2. Обязательная интеграция бюджетирования с организационной и информационной структурами предприятия и системой исполнения бизнес-процессов (производством товаров). Наиболее предпочтительным является подход, когда происходит закрепление организационной структуры в соответствии с целями и задачами предприятия, а также ситуацией во внешней среде. После этого определяют правила движения информации (документов, регистров, отчетов и др.), которая отражает результаты деятельности предприятия в целом и его подразделений (филиалов).

3. Для успешного планирования целесообразно стандартизировать учетные данные с целью их совместного использования всеми структурными подразделениями (бизнес-центрами, центрами ответственности и т. д.).

В этих целях необходимо разработать следующие внутренние нормативные документы:

- положение о конвертации и консолидации данных бухгалтерского учета;
- план счетов налогового учета;
- положение о формировании налоговой отчетности;
- положение о системе управленческого учета и отчетности;
- классификатор первичных элементов производственной логистики, идентифицированных во времени и пространстве;
- классификатор первичных планово-учетных единиц бюджетного управления;
- положение о маркетинговом учете (о порядке сбора и систематизации информации о состоянии рынка продуктов и услуг и отдельных его сегментов).

Основным документом, закрепляющим способ ведения бухгалтерского и налогового учета на предприятии, является приказ об учетной политике. Она оказывает непосредственное влияние на систему бюджетного планирования и ее фи-

нансовые результаты, что связано с методами оценки имущества и обязательств, к которым относятся способы:

- начисления амортизации по внеоборотным активам;
- оценки материально-производственных запасов;
- оценки незавершенного производства;
- оценки остатков готовой продукции на складе;
- отражения остатков дебиторской задолженности;
- признания выручки от реализации продукции (работ, услуг) и финансовых результатов.

В ходе организации бухгалтерского и оперативного учета целесообразно учесть, что простое сложение оперативных данных по объему производства продукции (в стоимостном выражении) должно равняться сводной величине по соответствующему синтетическому и аналитическому счету бухгалтерии за период (квартал, полугодие, год). Подобную ситуацию называют унификацией данных сводного и оперативного учета. Унификация подразумевает единые стандарты расчета и оценки учетных показателей.

1. Необходимо четкое структурирование всех процессов, распределение функций и ответственности конкретных лиц за результаты хозяйственной деятельности структурных подразделений. Соблюдение этого условия позволяет автоматизировать все необходимые для этой операции и значительно упростить процесс бюджетирования. Поэтому в его инфраструктуру всегда включают технические средства и программное обеспечение.
2. Внедрение бюджетирования должно базироваться на качественном финансовом анализе, прогнозировании тенденций рыночной конъюнктуры, учете факторов, влияющих на сбыт продукции, а следовательно, на финансовые результаты. В этих целях целесообразно провести следующую работу:
 - ◆ составить набор аналитических показателей для структурных подразделений;
 - ◆ обеспечить их сопоставимость во времени и пространстве;
 - ◆ определить перечень стандартных аналитических форм;
 - ◆ разработать процедуру предоставления результатов анализа вышестоящему звену управления.

Стандартные формы бюджетной отчетности должны содержать информацию, необходимую для:

- маржинального анализа;
- план-факт анализа;
- анализа безубыточности выпуска отдельных изделий (построение графиков безубыточности).

Маржинальный анализ предполагает планирование объемов сбыта исходя из предельного дохода, который дает каждая дополнительно реализованная единица продукции. Для этого необходима систематизация всех издержек в зависимости от характера их изменения при колебании объема продаж на переменные и постоянные. Маржинальный анализ проводят, как правило, в рамках учетной системы

«Директ-костинг» (Direct-costing). «Директ-костинг» — концепция учета, при которой вычисление себестоимости по видам продукции осуществляют только на базе переменных издержек. При использовании этой системы постоянные издержки трактуют как периодические (зависящие от длительности периода вне зависимости от объема производства). Поэтому постоянные затраты не включают в себестоимость реализации по видам продукции и погашают за счет маржинального дохода (contribution margin), определяемого как разница между выручкой от продаж и переменными издержками.

В основу план-факт анализа положено сравнение плановых и фактических показателей и выявление причин (факторов), вызвавших отклонение факта от плана. Данный анализ служит базой для оценки эффективности работы отдельных подразделений и предприятия в целом, организации системы материального стимулирования специалистов и обоснованного прогноза показателей на будущий период.

1. Внедрение бюджетирования сопровождается разработкой учетной политики, которая включает:
 - ◆ выбор центров финансового учета (ЦФУ);
 - ◆ систему осуществления бухгалтерского учета;
 - ◆ типологии бухгалтерских проводок, которые можно использовать для описания хозяйственных ситуаций;
 - ◆ процедуры консолидации информации и определения финансовых результатов и др.

Чтобы данные бухгалтерского учета были пригодными для финансового анализа и контроля, они должны быть дополнены системой управленческого учета, что позволит достоверно распределить затраты по ЦФУ, бизнес-процессам и т. д.

2. В конечном итоге окончательный контур бюджетного управления должен включать:
 - ◆ формулирование целей и задач предприятия;
 - ◆ финансовое планирование и контроль за реализацией планов;
 - ◆ учет и контроль конечных результатов;
 - ◆ расчет параметров для анализа отклонений от плана;
 - ◆ принятие решений по регулированию отклонений (сохранение положительных отклонений и устранение отрицательных).

В любом случае перед руководством предприятия стоит сложная задача: квалифицированно внедрить систему бюджетного управления, одновременно решив две проблемы — организационную и техническую.

Обязательным условием формирования системы бюджетирования является разработка регламента, определяющего последовательность построения бюджетов, поскольку каждый из них требует согласования не только со смежными бюджетами, но и другими функциями управления предприятием.

10.5. Период бюджетирования

Подготовительная работа к составлению бюджетов на следующий год должна начинаться за несколько месяцев до начала этого года. Если бюджет основан на ка-

лендарном году, то предварительные разработки целесообразно начинать с 1 октября. Бюджет может охватывать любой временной период. Однако чем больший временной лаг выражает бюджет, тем менее он надежен. Краткосрочный бюджет (в пределах календарного года) более надежен и отражает содержание оперативных планов и тактических действий предприятия. Период бюджетирования зависит от тактических задач и необходимости применения бюджетирования для их решения. Он зависит от объемов производства и продаж, технологии и цикла производства, достоверности данных об ассортименте продукции, сезонности, оборачиваемости запасов, наличия ресурсов (материальных, трудовых и финансовых), резервов производственных мощностей (в случае расширения масштабов производства), уровня предпринимательского риска, государственного регулирования экономики (налоговые ставки, тарифы взносов в государственные внебюджетные фонды, учетная ставка Центрального банка РФ) и др.

Сезонные колебания возникают под влиянием ряда факторов объективного характера (климатические условия, возможности транспортировки сырья и материалов, поставки энергоресурсов и т. д.) и могут значительно влиять на покупательский спрос, поставки материальных ресурсов и состояние производственных запасов на предприятии.

Детализированный бюджет для каждого структурного подразделения (филиала, центра ответственности и др.) обычно разрабатывают на определенный период. Годовой бюджет можно разделить на двенадцать месяцев. Он может быть также распределен по месяцам на первые три месяца и по кварталам на оставшиеся девять месяцев. В течение года квартальные бюджеты делят на месячные. Последние из них могут быть детализованы по декадам и пятидневкам. Например, в течение первого квартала с появлением новой информации могут быть изменены бюджеты на последующие три квартала и будет подготовлен план на первый квартал следующего года.

Данный процесс называют непрерывным или скользящим составлением бюджета, что гарантирует наличие двенадцатимесячного бюджета, к которому добавляют бюджет на предстоящий квартал, как только истекает срок бюджета предыдущего квартала. В течение года период, на который составлен бюджет, будет сокращаться, и так до тех пор, пока не будет составлен бюджет на следующий год. Процесс непрерывного бюджетирования можно представить в следующем виде (рис. 10.4).



Рис. 10.4. Примерная схема бюджетного цикла на предприятии

Таким образом, скользящие бюджеты гарантируют непрерывность планирования — это не одновременное событие, а последовательный процесс, когда руководители чувствуют необходимость заглядывать вперед и пересматривать планы на будущее. Более того, вполне вероятно, что фактические результаты будут сопоставлены с более реалистичными плановыми параметрами, поскольку операционные бюджеты систематически пересматривают и корректируют. Поскольку бюджеты пересматривают в конце каждого квартала или месяца, то существует опасность, что руководители структурных подразделений не будут уделять достаточного внимания подготовке бюджетов на следующий период, так как знают, что они, возможно, изменятся в процессе ежеквартального пересмотра. Однако данный негативный фактор блокируют необходимостью соблюдать должностные обязанности и инструкции на каждом предприятии, что предусматривают в соответствующих положениях по бюджетному управлению.

Непрерывность бюджетирования в значительной мере обеспечивают с помощью применения различных компьютерных технологий. Они полагают быстро и точно выполнять финансовые расчеты, проводить необходимые сравнения и постоянно отслеживать результаты отклонений от планов. Моделируя различные ситуации, руководитель (ведущий специалист) выбирает из набора альтернатив наилучший способ действий. Если его не устраивают результативные показатели, то он вправе изменить свои решения и установки. Существует также специальное программное обеспечение для бюджетирования. Например, в Санкт-Петербурге такие программы разрабатывает фирма «Бизнес-микро», а в Москве фирма «БИГ». Сейчас они получили распространение во многих крупных городах России. Разработаны версии, позволяющие охватить бюджетами всю деятельность предприятия, — «Красный директор» и др.

10.6. Технология разработки бюджетов

Бюджет является высокоэффективным инструментом внутрифирменного финансового планирования и позволяет оперативно координировать и оценивать деятельность структурных подразделений предприятия. С бюджета начинается процесс постановки конкретных целей и задач коммерческой деятельности (например, увеличение объема продаж, рост рыночной стоимости предприятия, максимизация прибыли, оптимизация структуры капитала и обеспечение финансовой устойчивости и платежеспособности фирмы и т. д.). Отклонения от плановых показателей в процессе исполнения краткосрочных бюджетов служат сигналом руководителям для принятия действенных мер по устранению негативных отклонений.

В состав процедур финансового управления включают: бюджетирование, привлечение заемных средств и размещение временно свободных денежных средств на финансовом рынке. По отношению к бюджетированию две последние процедуры занимают подчиненное положение. Это вызвано тем, что без четкого управления и контроля за денежными потоками внутри предприятия действия по привлечению и размещению денежных средств могут оказаться неэффективными и не приведут к укреплению финансовой устойчивости и платежеспособности субъекта хозяйствования.

Процесс бюджетирования должен быть стандартизирован с помощью бюджетных форм, инструкций и процедур, разработанных самим предприятием.

В западных корпорациях данный процесс включает:

- определение общей цели (миссии);
- установление задач подразделениям (филиалам) компании;
- оценку ключевых направлений финансовой деятельности (потребность в капитале, величина объема продаж, финансовое положение и т. д.);
- подготовку бюджетов: по доходам от продаж, издержкам производства, движению денежных средств, активам и пассивам баланса и др.;
- подготовку бюджетов подразделений и сводного (консолидированного) бюджета по корпорации в целом;
- проверку бюджетов на предмет внесения необходимых изменений;
- разработку ежемесячных отчетов об исполнении бюджетов;
- определение отклонений между фактическими и запланированными статьями доходов и расходов, активов и пассивов баланса;
- подготовку рекомендаций по улучшению будущей деятельности.

В России процесс бюджетирования включает следующие примерные этапы:

- 1) первоочередную подготовку бюджетов;
- 2) обсуждение бюджета с вышестоящим руководством;
- 3) координацию и анализ рассмотренных бюджетов;
- 4) окончательное принятие бюджета;
- 5) последующий анализ и контроль бюджета.

На этапе первоначальной подготовки бюджета управление процессом бюджетирования обычно начинают с назначения директора по бюджету. Он отвечает за подготовительный процесс, стандартизацию плановых форм, сбор и анализ данных, проверку информации и представление отчетов. Руководителем по бюджету обычно назначают финансового директора (заместителя генерального директора по экономике и финансам). Он выступает в качестве штатного эксперта и координирует деятельность отделов и служб.

Комитет по бюджету — это составленная из руководителей верхнего звена управления предприятием консультативная группа, которая может включать и внешних консультантов. Данный комитет — постоянно действующий орган, который занимается тщательной проверкой стратегических и текущих производственных и финансовых планов, дает рекомендации, разрешает разногласия и оперативно вносит коррективы в деятельность предприятия (с согласия генерального директора).

В западных компаниях подобное структурное подразделение может быть названо группой стратегического планирования или группой финансового анализа и планирования.

Руководство по бюджету представляет собой набор инструкций и положений, отражающих финансовую политику, организационную структуру предприятия, распределение прав, обязанностей и ответственности исполнителей. Эти инструкции выполняют роль свода правил и рекомендаций для разработки бюджетных программ. На первоначальном этапе руководители, отвечающие за выполнение

плановых показателей, обязаны составлять бюджеты для тех областей деятельности, которые они контролируют. Процесс подготовки бюджета должен осуществляться снизу вверх. Это означает, что бюджет начинают составлять на низшем уровне руководства, а совершенствовать и координировать — на более высоком уровне. Подобный подход позволяет руководителям подразделений (центров ответственности) принимать участие в подготовке своих бюджетов и повышает вероятность того, что они будут стремиться достичь запланированных целей.

Однозначного метода количественного определения конкретной статьи бюджета не существует. Отчетные данные можно использовать как отправную точку для составления бюджета, но это не означает, что его разрабатывают исходя из предположения, что если событие имело место в прошлом, то оно произойдет и в будущем. Целесообразно учитывать в бюджетном процессе изменение условий в будущем, а информация о прошлом может быть полезной в дальнейшей работе. Кроме того, руководители, составляя свои бюджеты, могут придерживаться указаний высшего руководства. Например, специальных инструкций по изменению цен на приобретаемые сырье, материалы и услуги. В производственной деятельности можно ориентироваться на нормативные затраты как основу калькулирования себестоимости выпускаемой продукции, предусматриваемой в бюджете.¹

При подготовке бюджетов руководители всех уровней должны принять во внимание влияние следующих факторов:

- вида продуктов и услуг;
- числа занятых рабочих и их квалификацию;
- возможности производства и ограничения по мощностям;
- стабильности производственного цикла;
- цен на закупаемые материальные ресурсы и энергию, а также продажных цен на готовые продукты (услуги);
- наличия производственных запасов и необходимости их пополнения;
- скорости оборота текущих активов (например, счетов к получению);
- цикличности производства;
- технологических аспектов, включая наличие физически и морально изношенного оборудования;
- контроля качества продукции и сервисных возможностей;
- деловой ситуации на товарном и финансовом рынках;
- потребностей в финансировании и др.

При разработке бюджета следует иметь в виду, что грамотно составленный плановый документ отличается следующими свойствами:

- 1) имеет возможности по прогнозированию абсолютных и относительных показателей;
- 2) обладает четкими каналами движения информации, распределением полномочий и ответственности;
- 3) содержит ясную, подробную и достоверную информацию о деятельности подразделения (филиала);

¹ В рамках разработанной и принятой дирекцией предприятия системы учета издержек «Стандарт-костинг».

- 4) представляет возможности сравнения показателей в историческом аспекте;
- 5) поддерживается всеми заинтересованными лицами внутри предприятия, и прежде всего его руководством.

На этапе обсуждения бюджета с вышестоящим руководством руководители подразделений обязаны не только составлять свои бюджеты, но и представлять их на утверждение вышестоящему руководителю. Он, в свою очередь, объединяет все бюджеты, за которые отвечает, и становится ответственным за составление бюджета на своем уровне.

Технологию разработки бюджетов можно представить как цепочку последовательных действий:

- 1) установление целей и стратегии их достижения по нисходящей — сверху вниз;
- 2) подготовка бюджета по восходящей — снизу вверх;
- 3) утверждение составленных бюджетов снова по нисходящей — от высшего руководства до руководителей структурных подразделений.

Важное значение при подготовке бюджетов имеет четкое разграничение функций и обязанностей менеджеров структурных подразделений предприятия. Так, например, менеджер по закупкам планирует закупки в физическом и стоимостном выражении. Закупки могут быть запланированы в разрезе отдельных поставщиков.

Менеджер по производству проектирует будущие затраты на выпуск всей продукции и в разрезе отдельных изделий. Он обязан составить график выпуска продукции, чтобы производственный процесс не прерывался. Менеджер по производству несет ответственность за качество производимой продукции и ее ассортимент, увеличение (снижение) объемов производства, нахождение оптимального режима организации работ, эксплуатации, ремонта и замены оборудования. Он обязан также определить допустимый уровень брака на основе практического опыта прошлых периодов.

Менеджер по качеству оценивает качество продукции, выявляет причины снижения качества изделий и формирует требования по контролю качества. Менеджер по продажам проектирует будущие объемы продаж товаров и услуг, цены реализации и прибыль с учетом сегментов рынка и покупателей. Он должен также рассчитать соответствующие затраты: на оплату труда, комиссионные вознаграждения посредникам, на продвижение и транспортировку товаров, представительские расходы и др.

Менеджер по кредитному контролю несет ответственность за расширение объема продаж с помощью привлечения кредита (если это оправдано) при одновременном снижении безнадежных долгов покупателей. Он обязан добиваться роста объема продаж и одновременно — снижения просроченной дебиторской задолженности.

После приведения всех бюджетов в соответствие с требованиями финансовой, ценовой, инвестиционной, снабженческо-сбытовой политики предприятия необходимо свести их в один (главный) бюджет и представить высшему руководству на утверждение. Предварительно бюджеты обсуждаются исполнителями и их непосредственными руководителями и после снятия спорных вопросов должны быть приняты обеими сторонами.

Следовательно, включенные в бюджет показатели являются результатом обсуждения между лицами, ответственными за данный бюджет, и его руководителем. Представляется важным аспектом, чтобы составители бюджета участвовали в принятии его окончательного варианта, а руководитель не пересматривал статьи этого документа без учета доводов подчиненных лиц. В ином случае исполнители вряд ли будут заинтересованы в исполнении бюджета, которого они не принимали. Необходимо также следить за тем, чтобы лица, ответственные за составление бюджета, не пытались преднамеренно добиться принятия легко выполнимых заданий или занижить бюджетные показатели в надежде на то, что исполнение окончательного бюджета — легко достигаемая цель.

Обсуждение — очень важный процесс подготовки бюджета, так как в ходе этого процесса можно установить, станет ли он действительно эффективным средством управления или будет просто техническим приемом. Если руководитель подразделения (центра ответственности) достиг успеха в установлении доверительных отношений со своими подчиненными, то процесс обсуждения позволит внести значительные улучшения в подготовку бюджета.

На этапе координации и анализа рассмотренных бюджетов проводят следующую работу. По мере продвижения бюджета снизу вверх — от нижестоящего руководителя к вышестоящему — в процессе обсуждения целесообразно изучать параметры бюджета. Такое изучение может показать, что некоторые бюджеты не сбалансированы с другими бюджетами и нуждаются в серьезной корректировке. При этом должны быть приняты во внимание другие условия, ограничения и планы, о которых руководитель подразделения не знает и не может на них влиять. Например, генеральный директор предприятия может потребовать от подчиненных ему лиц замены оборудования, когда достаточных средств для этого нет. Финансовый менеджер обязан выявлять такие несоответствия и ставить в известность своего руководителя. Вносить в бюджет любые изменения должно лицо, ответственное за его подготовку, а это может потребовать прохождения планового документа снизу вверх во второй или даже в третий раз, до тех пор, пока все бюджеты не будут скоординированы и не станут приемлемыми для всех заинтересованных сторон.

В процессе координации целесообразно составлять бюджет доходов и расходов, бюджет движения денежных средств и бюджет по балансовому листу, чтобы гарантировать их целостность и приемлемость для исполнения.

На этапе окончательного принятия бюджета все плановые документы сводят в обобщенный (сводный) бюджет по предприятию в целом. После его утверждения все локальные бюджеты направляют подразделениям (центрам ответственности) для исполнения.

Следует подчеркнуть, что процедура выбора системы бюджетирования касается в основном операционных бюджетов. Предприятие самостоятельно, исходя из специфики своей деятельности и выбранной стратегии развития, определяет необходимость построения того или иного бюджета, а также решает проблему консолидации всех или части бюджетов с учетом своей финансовой структуры. Варианты консолидации бюджетов зависят от организационной структуры предприятий и их объединений. В частности, в холдингах промышленного типа консолидация происходит на уровне бюджета доходов и расходов и бюджета по балансовому

листу. В вертикально-интегрированных нефтяных компаниях в последнее время консолидируют бюджет движения денежных средств.

На заключительном этапе — «Последующий анализ и контроль бюджета» — процесс составления бюджетов не должен завершаться их согласованием. Фактические результаты деятельности подразделений сравнивают с плановыми. Сравнение должно производиться ежемесячно, и до середины следующего месяца отчет по результатам сравнения предоставляют составителям бюджетов, чтобы активизировать их деятельность. Это позволяет руководителям подразделений определить, какие позиции бюджета не выполнены, и выяснить причины отклонений от плана. Если проблема отклонений находится в сфере компетенции руководителей подразделений (центров ответственности), то следует принять меры, чтобы предотвратить существенные отклонения в будущем. Если возникают какие-либо объективные изменения реальных условий по сравнению с запланированными, то бюджет подлежит уточнению, что входит в компетенцию руководства предприятия.

Итак, бюджетирование целесообразно начинать с разработки операционных бюджетов — в первую очередь с бюджета продаж. На базе этого планового документа формируют бюджеты производства, снабженческо-заготовительной, операционной, сбытовой и других видов деятельности. Параллельно (или вслед за операционным) составляют бюджет движения денежных средств. Он позволяет наладить учет и контроль за платежеспособностью и обеспечивает текущую финансовую устойчивость предприятия. Бюджет движения денежных средств наиболее локален и требует минимума внешней информации.

Завершающий шаг — разработка бюджета доходов и расходов и бюджета по балансовому листу. Первый из них позволяет управлять важнейшим финансовым результатом деятельности — прибылью, а второй выражает обязательства и вложения предприятия по основным статьям активов и пассивов. Таким образом, окончательным результатом процесса бюджетирования является разработка трех ключевых бюджетов: доходов и расходов, движения денежных средств и по балансовому листу. Они могут быть составлены с большей или меньшей степенью детализации, но отсутствие одного из них нарушает комплексность финансового планирования на предприятии.

10.7. Внутрифирменный контроль за исполнением бюджетов

Контроль, с одной стороны, является одной из завершающих стадий управления финансами предприятий, а с другой — он выступает необходимым условием управления ими. Финансовый контроль имманентно присущ контрольной функции финансов и тесно с ней взаимосвязан. Контроль определяет все стадии индивидуального кругооборота фондов, начиная с авансирования средств в производственные запасы и заканчивая процессом реализации продукции и поступления выручки на счета предприятия в банках.

Финансовый контроль как понятие субъективное представляет собой метод управления финансовыми ресурсами и денежными потоками хозяйствующих субъектов.

Западные экономисты выделяют следующие фундаментальные принципы внутреннего финансового контроля.

1. *Разделение обязанностей.* Ответственность между персоналом компании распределяют таким образом, чтобы ни один служащий не нес ответственности за операцию в целом. Основной мотив состоит в том, что лицо, разрешающее операцию не несет ответственности за участвующие в ней активы и за регистрацию данной операции. Конечно, за финансовое состояние компании в целом отвечает финансовый директор.
2. *Разрешение и одобрение.* Данный принцип заключается в том, что все операции, связанные с движением денежных средств, реальных и финансовых активов, должны быть одобрены финансовым директором в пределах тех объемов финансовых ресурсов, на которые он имеет полномочия. В акционерных обществах работу правления контролируют совет директоров, ревизионная комиссия и общее собрание акционеров.
3. *Физический контроль предполагает право доступа проверяющего к активам и документам компании.* Чтобы эффективно управлять контрольной работой, руководство должно составить план ее организации. Данный план должен содержать четкие инструкции, права и обязанности различных официальных лиц, чтобы исключить бесполезное дублирование в их контрольной работе.
4. *Важность свидетельства.* Основной частью системы контроля является свидетельство выполнения работы, заверенное подписью контролера. Для снижения риска неудовлетворительной работы проверяющих лиц руководство обязано регулярно проверять их с целью определения эффективности их деятельности и точности исправления ошибок.

В крупных компаниях потенциальные преимущества регулярного финансового контроля часто окупают расходы по созданию отдела внутреннего аудита. Важным критерием его работы служит снижение потенциальных убытков.

Система контроля предназначена для помощи руководителям предприятий в вопросах:

- выбора между различными альтернативными действиями, планирования действий, которые должны быть приняты в течение определенного периода времени;
- выявления ошибок конкретных исполнителей. Они могут заключаться в установлении нереальных планов при наличии точных прогнозов или в невыполнении тех действий, которые должны быть предприняты для реализации конкретных маркетинговых, инвестиционных и иных решений;
- осуществления действий, которые могли бы исправить ошибки и закрепить успех.

Объектом финансового контроля выступают показатели бюджетов предприятия. Для осуществления контроля за исполнением бюджетов Минэкономразвития России рекомендует использовать двухуровневую систему. Нижний уровень — контроль за исполнением бюджетов структурных подразделений предприятия, который осуществляют их руководители. Верхний уровень — контроль за исполне-

нием бюджетов всех структурных подразделений (включая контроль составляющих их бюджетов по элементам затрат), проводимый финансово-экономической службой и бухгалтерией предприятия.

Ключевыми элементами системы контроля являются:

- объекты контроля — бюджеты структурных подразделений;
- предметы контроля — отдельные показатели бюджетов (соблюдение лимитов фонда оплаты труда, расходов сырья, материалов и энергии, накладных расходов и т. д.);
- субъекты контроля — руководители структурных подразделений и финансово-экономических служб предприятия;
- методы контроля бюджетов — осуществление процедур, необходимых для определения отклонения фактических показателей бюджетов от плановых в абсолютных суммах и в относительном выражении (в процентах); построение динамических рядов этих отклонений.

Контроль за выполнением доходной части сводного бюджета призван обеспечить бесперебойность финансирования текущей (операционной) и инвестиционной деятельности предприятия. Его осуществляет финансовая служба. Контроль за соблюдением расходной части консолидированного бюджета является важной проблемой, от решения которой зависит эффективность финансово-хозяйственной деятельности предприятия.

Для успешного решения данной проблемы рекомендуют устанавливать и соблюдать четкий порядок проведения управленческих процедур, который обеспечивает:

- 1) оперативный анализ фактических отклонений от плановых функциональных и сводного бюджетов (за месяц, квартал, год);
- 2) разработку мероприятий по устранению непроизводительных расходов и потерь, а также удорожающих факторов, выявленных в ходе анализа;
- 3) оформление и представление дирекции предприятия аналитических материалов по исполнению сводного и функциональных бюджетов с предложениями по корректировке их доходной и расходной части.

Рекомендуют использовать метод пересмотра расходов бюджета, основанный на принятой системе приоритетов финансирования (оплаты) операционных расходов предприятия. В качестве приоритетных предлагают следующие расходы бюджета:

- 1) оплата труда работников в расчете на производственную программу;
- 2) взносы в государственные внебюджетные фонды;
- 3) выплата налогов в федеральный, региональный и местный бюджеты;
- 4) оплата закупок материальных ресурсов и энергии, коммунальные платежи;
- 5) все остальные расходы.

Целесообразно на каждом предприятии создавать и внедрять комплексную автоматизированную систему бюджетного планирования (на базе локальной компьютерной сети), что позволяет оперативно (ежедневно) получать информацию об исполнении бюджетов и своевременно вносить коррективы в доходную и рас-

ходную части в целях повышения эффективности управления финансами предприятий.

Наряду с бюджетным важным элементом внутрифирменного контроля является финансовый анализ бухгалтерской отчетности с помощью традиционных приемов: горизонтальный, вертикальный, трендовый и др. Анализ бухгалтерской отчетности выражается в изучении абсолютных показателей, представленных в отчетных формах. В процессе такого анализа устанавливают платежеспособность и ликвидность баланса предприятия на последнюю отчетную дату, источники формирования и направления расходования денежных средств за истекший квартал и делают прогноз на будущий период.

Выводы

1. Создание надежной и гибкой системы управления финансами, направленной на решение проблем бюджетной, кредитной, инвестиционной, амортизационной, налоговой и маркетинговой политики, позволит значительно ускорить реорганизацию деятельности предприятий применительно к рыночным условиям хозяйствования. Формирование такой системы требует тесного взаимодействия производственных, снабженческих, сбытовых, маркетинговых, экономических и других служб предприятий для обеспечения их финансовой устойчивости, гибкости и повышения уровня доходности.
2. Новая система сквозного бюджетного планирования и контроля должна быть направлена:
 - ◆ на повышение управляемости и адаптированности предприятия к непрерывно изменяющимся условиям на товарном и финансовом рынках;
 - ◆ на обеспечение быстрого получения информации о необходимости корректировки стратегии и тактики управления финансами;
 - ◆ на выявление сильных и слабых сторон деятельности предприятия;
 - ◆ на прогнозирование изменения экономического потенциала вследствие влияния факторов внутренней и внешней среды;
 - ◆ на создание условий для усиления взаимодействия с зарубежными партнерами в сфере финансов, кредита и инвестиций.
3. После перехода на качественно иной уровень планирования и контроля предприятие должно стать более привлекательным и открытым для инвесторов, кредиторов и других партнеров, что расширяет его финансовые возможности для модернизации и обновления производственного и научно-технического потенциала.

РЕКОМЕНДУЕМАЯ ЛИТЕРАТУРА

1. *Алексеев М. Ю.* Рынок ценных бумаг. — М.: Финансы и статистика, 1992.
2. *Алексеева М. М.* Планирование деятельности фирмы. — М.: Финансы и статистика, 1997.
3. *Аньшин В. М.* Инвестиционный анализ. — М.: Дело, 2000.
4. *Балабанов И. Т.* Основы финансового менеджмента. — М.: Финансы и статистика, 2000.
5. *Балашов В. Г., Ириков В. А.* Технология повышения финансового результата предприятий и корпораций. — М.: Приор, 2002.
6. *Белых Л. П.* Формирование портфеля недвижимости. — М.: Финансы и статистика, 1999.
7. *Беренс В., Хавронек П. М.* Руководство по оценке эффективности инвестиций / Пер. с англ. — М.: Инфра-М, 1995.
8. *Бирман Г., Шмидт С.* Экономический анализ инвестиционных проектов / Пер. с англ. — М.: Банки и биржи. ЮНИТИ, 1997.
9. *Бланк И. А.* Основы финансового менеджмента: В 2-х т. — Киев: Ника-Центр; Эльга, 1999.
10. *Бобылева А. З.* Финансовые управленческие технологии. — М.: Инфра-М, 2004.
11. *Боди Э., Кейн А., Маркус А. Д.* Принципы инвестиций / Пер. с англ. — М.: Вильямс, 2002.
12. *Боди Э., Мертон Р. К.* Финансы / Пер. с англ. — М.: Вильямс, 2000.
13. *Бочаров В. В.* Финансово-кредитные методы регулирования рынка инвестиций. — М.: Финансы и статистика, 1993.
14. *Бочаров В. В.* Методы финансирования инвестиционной деятельности предприятий. — М.: Финансы и статистика, 1998.
15. *Бочаров В. В.* Управление денежным оборотом предприятий и корпораций. — М.: Финансы и статистика, 2001.
16. *Бочаров В. В.* Инвестиционный менеджмент. — СПб.: Питер, 2000.
17. *Бочаров В. В.* Финансовое моделирование. — СПб.: Питер, 2000.
18. *Бочаров В. В.* Финансовый анализ. — СПб.: Питер, 2001.
19. *Бочаров В. В.* Корпоративные финансы. — СПб.: Питер, 2001.
20. *Бочаров В. В.* Инвестиции: Учебник для вузов. — СПб.: Питер, 2002.
21. *Бочаров В. В.* Коммерческое бюджетирование. — СПб.: Питер, 2003.
22. *Бочаров В. В.* Комплексный финансовый анализ. — СПб.: Питер, 2005.
23. *Бочаров В. В.* Финансовый инжиниринг. — СПб.: Питер, 2004.
24. *Бочаров В. В., Леонтьев В. Е.* Корпоративные финансы. — СПб.: Питер, 2002.
25. *Бочаров В. В., Леонтьев В. Е.* Корпоративные финансы. — СПб.: Питер, 2004.
26. *Брейли Р., Майерс С.* Принципы корпоративных финансов. Пер. с англ. — М.: Олимп-Бизнес, 1997.
27. *Бригхэм Ю.* Энциклопедия финансового менеджмента / Пер. с англ. — М.: Экономика, 1998.
28. *Бригхэм Ю., Гапенски Л.* Финансовый менеджмент: Полный курс: В 2-х т. / Пер. с англ. под ред. В. В. Ковалева. — СПб.: Экономическая школа, 1997.
29. *Бромвич М.* Анализ эффективности капиталовложений / Пер. с англ. — М.: Инфра-М, 1996.
30. *Ван Хорн Дж.* Основы управления финансами / Пер. с англ. — М.: Финансы и статистика, 2000.
31. *Ван Хорн Дж., Вахович Д. М.* (мл.). Основы финансового менеджмента / Пер. с англ. — М.: Вильямс, 2004.
32. *Васина А. А.* Финансовая диагностика и оценка проектов. — СПб.: Питер, 2004.
33. *Гитман Л. Д., Джонс М. Д.* Основы инвестирования / Пер. с англ. — М.: Дело, 1997.
34. *Дамодаран А.* Инвестиционная оценка / Пер. с англ. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2004.
35. *Джонс Э.* Деловые финансы. Пер. с англ. — М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 1998.
36. *Друри К.* Введение в управленческий и производственный учет / Пер. с англ. — М.: Аудит, 1994.
37. *Ендовицкий Д. А.* Инвестиционный анализ в реальном секторе экономики. — М.: Финансы и статистика, 2003.
38. *Ефимова О. В.* Финансовый анализ. — М.: Бухгалтерский учет, 2002.
39. *Инвестиции: Учебник / Под ред. В. В. Ковалева, В. В. Иванова, В. А. Лялина.* — М.: ООО «ТК Велби», 2003.

40. *Касатонов В. Ю., Морозов Д. С.* Проектное финансирование: организация, управление риском, страхование. — М.: Анкил, 2000.
41. *Кидуэлл Д. С., Петерсон Р. Л., Блекуэлл Д. У.* Финансовые институты, рынки и деньги / Пер. с англ. — СПб.: Питер, 2000.
42. *Ковалев В. В.* Введение в финансовый менеджмент. — М.: Финансы и статистика, 1999.
43. *Ковалев В. В.* Финансовый анализ. — М.: Финансы и статистика, 2004.
44. *Коласс Б.* Управление финансовой деятельностью предприятия / Пер. с фр. — М.: Финансы; ЮНИТИ, 1997.
45. *Колб Р. В., Родригес Р. Д.* Финансовый менеджмент / Пер. с англ. под ред. Е. Л. Драчевой. — М.: Финпресс, 2001.
46. *Крейнина М. Н.* Финансовый менеджмент. — М.: Дело и сервис, 2001.
47. *Крушвиц Л.* Финансирование и инвестиции / Пер. с нем. — СПб.: Питер, 2000.
48. *Крушвиц Л.* Инвестиционные расчеты / Пер. с нем. — СПб.: Питер, 2001.
49. *Леонтьев В. Е., Бочаров В. В.* Финансовый менеджмент. — СПб.: ИВЭСЭП Знание, 2004.
50. *Леонтьев В. Е., Бочаров В. В., Радковская Н. П.* Финансовый менеджмент. — М.: Элит, 2005.
51. *Ли Ченг Ф., Финнерти Д. И.* Финансы корпораций: теория, методы, практика / Пер. с англ. под ред. Б. С. Пинскера. — М.: Инфра-М, 2000.
52. *Лихачева О. Н.* Финансовое планирование на предприятии. — М.: ООО «ТК Велби», 2004.
53. *Лобанова Е. Н., Литиловский М. А.* Финансовый менеджер. — М.: Дека, 2001.
54. *Мелкумов Я. С.* Экономическая оценка эффективности инвестиций. — М.: ИКЦ ДИС, 1997.
55. Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов: Официальное издание. — М.: Экономика, 2000.
56. Налоговый кодекс Российской Федерации. Части первая и вторая. Официальный текст. — М.: ИНФ Омега; Л., 2004.
57. *Нечитайло А. И.* Учет финансовых результатов и распределения прибыли. — СПб.: Питер, 2005.
58. *Норткотт Д.* Принятие инвестиционных решений / Пер. с англ. — М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1997.
59. Реформа предприятий (организаций): Методические рекомендации. — М.: Ось-89, 1998.
60. Реформа бухгалтерского учета. Федеральный закон «О бухгалтерском учете». Двадцать одно положение по бухгалтерскому учету. — М.: Ось-89, 2004.
61. *Родионова В. М., Федотова М. А.* Финансовая устойчивость предприятия в условиях инфляции. М.: Перспектива, 1995.
62. *Росс С., Вестерфилд Р., Джордан Б.* Основы корпоративных финансов / Пер. с англ. под ред. Ю. В. Шленова. — М.: Лаборатория базовых знаний, 2000.
63. *Самочкин В. Н., Пронин Ю. Б., Логачева Е. Н.* Гибкое развитие предприятия. Эффективность и бюджетирование. — М.: Дело, 2000.
64. 7 нот менеджмента / Под ред. В. Красновой, А. Привалова. — М.: ЭКСМО, 2002.
65. *Теплова Т. В.* Финансовые решения: стратегия и тактика. — М.: Магистр, 1998.
66. *Теплова Т. В.* Финансовый менеджмент. Управление капиталом и инвестициями. — М.: МГУ, Высшая школа экономики, 2000.
67. *Тренив Н. Н.* Управление финансами. — М.: Финансы и статистика, 1999.
68. *Уткин Э. А.* Финансовый менеджмент. — М.: Зерцало, 2001.
69. *Фабоцци Ф. Д.* Управление инвестициями / Пер. с англ. — М.: Инфра-М, 2000.
70. *Феррис К., Пеширо Б. П.* Оценка стоимости компании. — М.: Вильямс, 2003.
71. Финансовый менеджмент / Под ред. Е. С. Стояновой. — М.: Перспектива, 2001.
72. Финансовый менеджмент. — М.: Карана, 1998.
73. Финансы предприятий / Под ред. М. В. Романовского. — СПб.: Бизнес-Пресса, 2000.
74. *Холт Р. Н.* Финансовый менеджмент / Пер. с англ. — М.: Дело, 1993.
75. *Четыркин Е. М.* Финансовый анализ производственных инвестиций. — М.: Финансы и статистика, 1998.
76. *Шаткин А. С.* Экономические и финансовые риски. — М.: ИТК «Дашков и К», 2005.
77. *Шарп У. Ф., Александер Г. Д., Бейли Д. В.* Инвестиции / Пер. с англ. — М.: Инфра-М, 1997.
78. *Шим Д. К., Сигел Д. Г.* Финансовый менеджмент / Пер. с англ. — М.: Филинь, 1996.
79. *Шим Д. К., Сигел Д. Г.* Основы коммерческого бюджетирования / Пер. с англ. — СПб.: Пергамент, 1998.
80. *Щиборщ К. В.* Бюджетирование деятельности промышленных предприятий России. — М.: Дело и Сервис, 2001.