

Н.Д. Шимширт

**СОВРЕМЕННАЯ ТЕОРИЯ И ПРАКТИКА
ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА
НА ПРЕДПРИЯТИИ**

Учебник

*Рекомендовано УМО по образованию в области финансов, учёта
и мировой экономики в качестве учебника для студентов,
обучающихся по специальностям: «Налоги и налогообложение»,
«Финансы и кредит», «Бухгалтерский учёт, анализ и аудит»
и «Мировая экономика»*



Издательство Томского университета
2011

УДК 005.915(075.8)

ББК 65.290–93я73

Ш 61

Рецензенты:

Каз М.С., д-р экон. наук, проф. каф. системного менеджмента и предпринимательства экономического факультета

Томского государственного университета,

Новоселова Е.Г., д-р экон. наук, председатель правления Томского филиала ОАО КБ «Газпромбанк»,

Федосова Р.Н., д-р экон. наук

Шимширт Н.Д.

Ш 61

Современная теория и практика финансового менеджмента на предприятии: Учебник. – Томск: Изд-во Том. ун-та, 2011. – 348 с.

ISBN 978-5-7511-1939-3

В учебнике рассматриваются вопросы финансового управления на предприятиях всех форм собственности. Представлены основные инструменты и методы финансового менеджмента, анализируются вопросы стратегии и тактики финансового управления, вопросы финансового прогнозирования.

В учебник включено большое количество практических решений заданий, определены вопросы и задания для самостоятельной работы, представлены темы деловых игр.

Учебник соответствует Государственному образовательному стандарту высшего профессионального образования, может использоваться для двух уровней профессионального образования – бакалавриата и магистратуры.

Для студентов всех экономических и финансовых специальностей, студентов Высшей школы бизнеса, слушателей Федеральной программы подготовки управленческих кадров (Президентской программы), а также для практических работников финансово-экономических служб предприятий и организаций.

УДК 005.915(075.8)

ББК 65.290–93я73

ISBN 978-5-7511-1939-3

© Н.Д. Шимширт, 2011

ВВЕДЕНИЕ

Эффективность работы предприятий и организаций, стабильные темпы их работы и конкурентоспособность в современных экономических условиях в значительной степени определяются уровнем управления финансами.

Изучение теории управления финансами является продуктивным, если в процессе изучения приобретаются и практические навыки. Это достигается постановкой и решением задач, выбором наиболее рационального варианта из ряда альтернативных, самостоятельным анализом финансовой ситуации на предприятии.

В учебнике показаны взаимосвязи понятий, методов работы по финансовому управлению предприятием, разработке и обоснованию финансовой политики предприятия. Рассматриваются как теоретические, так и практические проблемы управления финансами бизнеса на современном этапе. Большое внимание уделено влиянию внешних и внутренних факторов на положение предприятия.

Рациональные подходы, отработанные десятилетиями на западных предприятиях, методики, которые стали классическими для западных предприятий, необходимо изучать и использовать для управления на российских предприятиях. К сожалению, отечественная наука пока не имеет собственных наработок.

В предлагаемом учебнике даны базовые концепции финансового управления, материал практического характера, который позволит с большей эффективностью изучать важнейшие проблемы финансового управления.

Предмет изучения курса – финансовые аспекты управления предприятиями и организациями России в современных условиях.

Объект изучения – теоретические и практические подходы к финансовому управлению на основе применения западной и отечественной практики.

Цель курса – изучить существующие теории и практики финансового управления в организациях:

- овладеть механизмами финансового управления;

- создать основу для самостоятельного анализа, планирования, прогнозирования и принятия решений;
- способствовать сознательному и целеустремленному приобретению новых знаний и профессиональному росту;
- способствовать повышению компетентности в оценке возможных финансовых состояний предприятия на основе анализа конкретной финансово-экономической информации;
- способствовать повышению компетентности в области финансового менеджмента предприятия;
- способствовать усвоению современных методов финансового планирования на предприятии;
- формировать и обосновывать взаимосвязи общих и финансовых целей предприятия.

Глава 1

СУЩНОСТЬ, ЦЕЛИ И ЗАДАЧИ ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА

Данная глава посвящена изучению места и особенностей финансового менеджмента как прикладной дисциплины, обеспечивающей современные подходы к финансовому управлению предприятием.

Изучив данную главу, обучающийся должен:

Знать:

- место финансового менеджера в системе управления предприятием;

- особенности развития финансового менеджмента как науки;
- основные объекты финансового менеджмента;
- основные элементы механизма финансового менеджмента;
- функции финансового менеджмента.

Понимать:

- суть проблемы агентских отношений;
- цели организации в долгосрочный период;
- влияние факторов на достижение цели.

1.1. ФИЛОСОФСКАЯ МОДЕЛЬ ПРЕДПРИЯТИЯ БИЗНЕСА

Предприятие создается как модель реализации определенных интересов. При создании предприятия реализуются экономические, социокультурные, психологические мотивы. Каждое предприятие создается для производства определенной продукции, оказания услуг, выполнения работ и характеризуется конкретной специализацией, которую определяют ее участники. Особенности создания, функционирования, эффективность работы предприятия и заинтересованность собственников и инвесторов зависят от многих факторов, следовательно, любое решение, принимаемое на предприятии, учитывает позиции разных участников, степень их свободы в

принятии решений, способности учесть риски, возможности финансирования и т.д. Следует выделить несколько уровней мышления при принятии решений.

Производственный. Это мышление в сфере производства, вернее, даже технологии. Какие ресурсы, в каком количестве, в каком сочетании должны применяться для реализации идеи производства определенной продукции (работ, услуг). Язык, на котором говорят производственники, специалисты-инженеры, точен и описателен.

Инновационный. Это мышление в сфере разработки новых идей и новых подходов для повышения эффективности работы предприятия. Это сфера, где разрабатываются концепции на основе теоретических знаний. Затем с учетом реальности создаются модели, которые, возможно, и будут внедрены на предприятии. В этой сфере оперируют точными терминами, как технологическими, так и экономическими.

Партнерский. На этом уровне мышления определяются и учитываются связи с партнерами: покупателями, поставщиками. Здесь также используется специальная терминология из области маркетинга, обязательств, форм платежей и т.д.

Корпоративный. Это уровень мышления, прежде всего, верхнего звена управления. Здесь уже используются термины: «стратегия», «концепция», «миссия», «финансовая политика», «корпоративная культура» и т.д. Сложность работы в том, что необходимо не только разработать стратегию, сформировать основные идеи корпоративной культуры, но и проводить большую работу на различных уровнях организации и вне по ее разъяснению.

Возникает вопрос, что же такое предприятие бизнеса? Это состояние, при котором возникает полное взаимодействие всех четырех уровней. Это состояние, когда существует полное понимание в целях организации, в способах ее достижения, т.е. это обобщенная стратегическая цель. Такую организацию можно назвать организацией с нулевой энтропией. В реальной жизни это, конечно, не так, поскольку организационная система управления может быть неадекватна: система учета и передачи информации недостаточна либо в форме, которая не позволяет реализовать все потенциальные возможности на предприятии, система стимулирования не имеет четких целей, несвоевременно и неадекватно оцениваются изменения на рынках товаров и ресурсов, разные позиции при учете факторов риска, существующие противоречия между собственниками и т.д.

Система учета и финансов составляет одну из важнейших аспектов эффективной работы любой организации. Традиционно финансовый учет был связан с обеспечением информацией внешних пользователей: акционеров, инвесторов, кредиторов, покупателей, налоговые и государственные органы (статистики, регистрации, лицензирования и др.). Руководство использует результаты финансового учета для отчета перед акционерами, поскольку именно они являются лицами, вложившими капитал для функционирования предприятия.

Кроме финансового учета, на предприятии должен вестись и управленческий учет, который обязан поставлять информацию для принятия управленческих решений руководителям разного уровня.

Разделить эти две функции учета сложно. Они перекрывают друг друга по многим позициям. Это так и должно быть. Если попытаться их разделить, то надо четко обозначить подход, направленный на «полезность» информации: для кого, как подробно, за какой период, ориентацию на принятие решений на определенном уровне.

В современных крупных организациях, как правило, функции собственника и управления разделены. Владельцы акций все время сталкиваются с необходимостью принятия решений о продаже или удержании акций, которыми они владеют, соответственно, это влияет и на принятие решений управлением предприятия, поскольку акционер имеет право потребовать руководить работой предприятия так, чтобы максимально повысить ценность акций на рынке.

Классическая экономическая теория и современная теория фирмы ставят целью достижение максимума прибыли, предполагается, что менеджеры предприятия действуют от имени и по поручению владельцев фирмы и исходя из их интересов.

Современная интерпретация цели фирмы имеет несколько иной акцент: учитываются долгосрочная и краткосрочная цели. В краткосрочном периоде, действительно, главной целью можно назвать максимизацию прибыли, но в долгосрочном периоде главная цель формулируется как достижение богатства акционеров, при этом провозглашается необходимость учета интереса управляющих и работников предприятия. Достижение богатства акционеров рассматривается через призму роста курсовой стоимости акций предприятия. Это возможно тогда, когда экономическая выгода всех заинтересованных в деятельности предприятия выше, чем у конкурентов. Ни одно из предприятий не сможет выжить в конкурентной борьбе, если су-

существует более эффективное экономическое решение. Таким образом, управленческие решения – это решения в условиях экономического выбора.

В теории управления распространена теория агентских отношений, по которой структура фирмы определяется «системой» договоров между всеми участниками создания и функционирования предприятия, в которых все стороны стремятся получить максимальную личную пользу.

Теория агентских отношений позволяет вскрыть многие проблемы, связанные с управлением фирмой: она исследует договорные основы взаимоотношений внутри предприятия, некоторые проблемы психологического климата, связанного с неадекватной системой стимулирования, но, как и любая теория, она не может объяснить все действия руководителя. Например, данная теория не может объяснить организационную структуру предприятия.

Как уже отмечалось, отделение собственности от управления – это практическая необходимость, она дает определенные преимущества, которые позволяют обмениваться собственностью без ущерба для бизнеса, хотя это не является абсолютно верным утверждением. Предприятие может нанимать современных высококвалифицированных менеджеров, но если акционеры и менеджеры стремятся к разным целям, то возникает масса проблем. Противоречие между акционерами и менеджерами составляет суть проблемы «доверитель – агент», где доверителем является акционер, а агентом – менеджер. Издержки агентских отношений возникают тогда, когда:

- менеджеры не прилагают усилий к максимизации стоимости компании;
- надзор за эффективностью работы менеджеров требует дополнительных затрат.

Для сферы финансового управления характерна асимметричность информации. Если бы все участники отношений между собой пользовались одинаковой информацией, то проблем агентских отношений не было бы. В реальности менеджеры, акционеры, кредиторы, инвесторы и другие участники пользуются разными, иногда устаревшими данными о стоимости реальных или финансовых активов.

Финансовый менеджер – это посредник между предприятием и финансовыми рынками (или рынками капитала), на которых инвесторы покупают финансовые активы, выпускаемые предприятием в

продажу. В своей деятельности финансовый менеджер должен неизменно уметь ответить на два главных вопроса:

1. В какие реальные активы необходимо инвестировать свои средства?

2. Где взять деньги для этих инвестиций? То есть ставится вопрос об источниках финансирования деятельности предприятия.

Работа финансового менеджера в настоящее время требует гораздо более глубокой подготовки и умения оценивать риски, нежели это было лет 30–40 назад, поскольку финансовые рынки стали международными. Переход России к иной модели управления требует от финансистов современных знаний технологий финансового управления.

1.2. ЭТАПЫ РАЗВИТИЯ НАУКИ «ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ»

Можно говорить о появлении науки, если есть специальный предмет исследования и специальные методы. Формированию новой прикладной науки «финансовый менеджмент» предшествовал определенный период становления и развития.

Начало XX в. ознаменовалось бурным ростом промышленности, формированием крупнейших предприятий за счет слияний и объединений мелких. Это требовало дополнительного финансирования. В этот период наблюдался быстрый рост выпуска акций. В условиях недостаточности и асимметричности информации, а зачастую и использования умышленной дезинформации инвесторов вложения в ценные бумаги были высокорискованными. С целью снижения риска особое внимание уделялось грамотному законодательному оформлению отношений между инвесторами и эмитентами.

30-е годы характеризовались как период Великой депрессии. Рухнул рынок акций, массовые банкротства охватили все секторы экономики. Проблемы эффективности вложений и возможности потерь при высоких рисках уходят на второй план. Интерес управляющих, финансовых управляющих перемещается с развития предприятий на их выживание. Стали важны проблемы решения вопросов ликвидации предприятий с наименьшими потерями для собст-

венников, урегулирования споров. Вопросы управления в данный момент носили все-таки правовой характер.

В 40–50-е годы прошлого столетия внимание управляющих перемещается на необходимость привлечения инвестиций, и в центре внимания оказываются модели финансового анализа. Идет разработка новых моделей, новых подходов, некоторые из них используются и в современном финансовом менеджменте. Строятся модели формирования достаточной информации для инвесторов, внешних пользователей информации о предприятии. Основное внимание уделяется увеличению прибыли и изучению факторов, влияющих на прибыль.

В 50-е годы акценты анализа изменились. Финансовый анализ стал более тщательным. Внимание сместилось на эффективность управления активами предприятия. Появились компьютеры и стали разрабатываться экономико-математические модели с использованием IT-технологий. Появились модели управления материально-техническими запасами, на основе этих моделей была разработана модель определения оптимальных запасов денежных средств предприятия и управления их запасами. Показатели финансового положения предприятий стали использоваться в большей степени для внутреннего управления.

В 60–70-е годы XX в. интерес переместился на капитал предприятия. Основное внимание уделялось оптимизации структуры капитала, портфелей ценных бумаг. Главной целью стало увеличение стоимости предприятия и соответственно *увеличение богатства акционеров*.

Однако в национальных системах и мировой системе на макро- и микроуровне появились и стали неотъемлемыми элементами новые явления, которые требовали построения моделей, учитывающих эти новые явления.

На первый план вышли четыре фактора:

- 1) инфляция;
- 2) либерализация деятельности финансовых учреждений;
- 3) стремительное развитие телекоммуникационных систем, программные продукты для всех сфер финансовых операций;
- 4) новые финансовые инструменты.

Современные проблемы финансового управления связаны с развитием глобального мирового хозяйства, развитием финансового рынка, связывающего все страны, значительным влиянием диспропорций, воз-

никающих в одной стране, на состояние национальных финансовых рынков и финансовое положение предприятий в других странах.

Основными целями корпораций стали увеличение богатства акционеров за счет увеличения курса акций и реализация интересов рабочих и управляющих.

Финансовая сфера состоит из трех взаимосвязанных сегментов:

- 1) макрофинансы (сегмент денежных рынков и рынков капитала);
- 2) инвестиционный сегмент;
- 3) сегмент управления финансами предприятия, или финансы бизнеса.

Целью нашего изучения, усвоения подходов и инструментов финансового управления является третий сегмент.

Наибольшее развитие в финансовом менеджменте связано с позициями инвестирования, учета рисков, эффективности финансового управления. В силу этого основные модели, инструменты и подходы к принятию рациональных решений (решений в рамках заданных целей) разработаны для организационно-правовой формы, которая является определяющей во всем мире для акционерных обществ. Глубокое понимание современных методик финансового менеджмента не составит труда для применения данных подходов к предприятиям других организационно-правовых форм.

Основным индикатором успешности предприятий, которые коотируют свои акции на бирже, становится курс акций. Следовательно, следует хорошо знать и понимать влияние многочисленных факторов на курс акций. Любое предприятие может быть оценено с позиций трех характеристик, эти же параметры влияют на курс акций:

- Величина прибыли.
- Уровень риска.
- Денежный поток во времени.

В свою очередь, на эти характеристики влияет огромное количество внешних и внутренних факторов.

1.3. СУЩНОСТЬ И БАЗОВЫЕ КОНЦЕПЦИИ ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА

Понятие «*менеджмент*» можно рассматривать с разных сторон:

- система экономического управления (включает совокупность принципов, методов, форм управления);

- орган управления;
- вид предпринимательской деятельности.

Финансовый менеджмент как система управления – это система, направленная на управление движением финансовых ресурсов и финансовыми отношениями, которые возникают между различными субъектами в процессе движения финансовых ресурсов.

Финансовый менеджмент – форма управления процессами финансирования предпринимательской деятельности, адекватной экономике рыночного типа.

Сегодня три ключевые проблемы формируют содержание финансового менеджмента: **денежные потоки, структура авансированного капитала, финансовое планирование.**

Теоретический анализ и практика рыночной реализации механизма финансового менеджмента в деятельности предприятий чрезвычайно важны в аспекте реструктуризации производства как в сложные времена (кризис), так и во времена процветания (подъем).

У практиков часто возникает вопрос о необходимости глубокого изучения теории управления вообще и финансового управления в частности. Теория является результатом рационального мышления как в бизнесе, так и вне его. Если бы мы полагались только на практический опыт, то могли бы говорить только о ряде событий. И каждый раз, как только мы пытаемся осмыслить наш опыт, нам необходима некая концептуальная модель, которая отражает реальный мир, реальный бизнес. Тут и появляется теория. Роль теории в менеджменте в том, что она помогает нам использовать наш опыт с использованием более рациональных, эффективных способов. Проблемы рационального финансового управления связаны с поиском разумных способов управления.

Функционирование финансового менеджмента направлено на достижение общих целей управления предприятием. С одной стороны, это управляемая система, имеющая определенные закономерности и особенности, с другой – это управляющая система, часть общей системы управления предприятием. Будучи управляемой системой, финансовый менеджмент в значительной мере подвержен государственному регулированию через налоги, цены, заработную плату и т.п. Финансовый менеджмент является объектом управления, ис-

пытающим воздействие потока управленческих решений. Субъекты управления включают органы государственного управления, финансовые и налоговые органы, банки и др.

Управление движением финансовых ресурсов начинается с определения цели функционирования предприятия. К основным целям можно отнести:

- повышение рыночной стоимости компании;
- повышение рыночной стоимости собственного капитала предприятия;
- максимизацию прибыли;
- выход предприятия на новые рынки;
- увеличение доли рынка;
- финансовое оздоровление;
- снижение финансовых рисков;
- создание комфортных условий деятельности управляющих и персонала как фактора повышения конкурентоспособности предприятия и др.

Определение цели – сложный процесс. Схематично он представлен на рис. 1, где показана взаимосвязь целей компании с целями финансового менеджмента, степень достижения которых оценивается набором финансовых показателей.

У каждой цели существуют свои носители интересов и свои критерии достижения. Выбор критерия достижения цели управления финансами связан с оценкой не только внутренних, но и внешних факторов. Он осуществляется на основе учета условий функционирования компании на рынке и системы финансовых показателей, используемых менеджментом компании. Неточная оценка факторов, определяющих внешнюю и внутреннюю среду функционирования компании на рынке, приводит к постановке цели, не адекватной реалиям современного этапа деятельности компании.

Объектами управления можно назвать следующие: движение финансовых ресурсов, управление денежным потоком, финансирование воспроизводства основных средств и нематериальных активов, вся система финансовых отношений, возникающих между предприятием и партнерами.

Более подробно объекты финансового менеджмента как специальной области управления предприятием представлены в табл. 1.

Таблица 1

Объекты финансового управления

Управление активами	1. Финансовые аспекты управления оборотными активами. 2. Финансирование воспроизводства внеоборотных активов. 3. Оптимизация структуры активов с целью повышения эффективности использования источников финансирования
Управление капиталом	1. Управление собственным капиталом. 2. Управление заемными средствами. 3. Оптимизация структуры авансированного капитала
Управление инвестициями	1. Управление реальными инвестициями. 2. Управление финансовыми инвестициями
Управление денежными потоками	1. Управление денежными потоками по операционной деятельности. 2. Управление денежными потоками по инвестиционной деятельности. 3. Управление денежными потоками по финансовой деятельности
Управление финансовыми рисками	1. Определение состава финансовых рисков. 2. Оценка финансовых рисков. 3. Страхование финансовых рисков. 4. Профилактика финансовых рисков
Антикризисное финансовое управление	1. Восстановление платежеспособности. 2. Восстановление финансовой устойчивости

Механизм финансового менеджмента представляет собой систему основных элементов, регулирующих процесс разработки и реализации управленческих решений в области финансовой деятельности предприятия. В структуру механизма финансового менеджмента входят элементы, представленные на рис. 2.

Механизм финансового менеджмента включает:

1. Финансовые методы.
2. Финансовые рычаги.
3. Правовое обеспечение.
4. Нормативное обеспечение.
5. Информационное обеспечение.

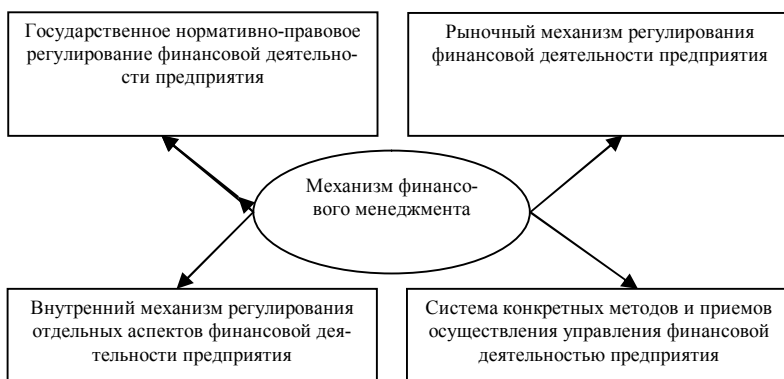


Рис. 2. Характеристика основных элементов механизма финансового менеджмента

Финансовые методы применяются в двух направлениях:

- 1) управление движением финансовых ресурсов;
- 2) соизмерение затрат и доходов на предприятии, стимулирование эффективного использования денежных средств, других активов предприятия.

Финансовые рычаги – инструменты управления финансовым состоянием предприятия (показатели рентабельности, цены капитала и др.).

Нормативно-правовое обеспечение – обеспеченность внутренними положениями, регулирующими отношения внутри коллектива, прав и ответственности всех участников производственной и финансовой деятельности (положение о премировании, положение об отделах, должностные инструкции и др.). Кроме того, наличие законодательства, регулирующего специфику деятельности предприятия и его места в конкурентной среде (законодательство о налогообложении, антимонопольное законодательство, лицензирование и др.).

Информационное обеспечение – система своевременного информирования всех участников процесса об имущественном и финансовом положении самого предприятия в каждый конкретный момент времени, о состоянии рынков, на котором работает предприятие, о положении партнеров, кредитных организациях, политике государства и т.д.

Функции финансового менеджмента в целом аналогичны функциям менеджмента, только речь идет о специальном менеджменте. К функциям финансового менеджмента относятся: планирование, прогнозирование, координирование, стимулирование, регулирование и контроль.

Планирование – разработка плановых задач и воплощение их в жизнь.

Прогнозирование – разработка на длительную перспективу изменения финансового состояния предприятия.

Координирование – согласование работы органов управления с целью обеспечения максимальной эффективности финансовых результатов.

Стимулирование – побуждение работников к заинтересованности в результатах своего труда.

Регулирование – «подчинение определенному порядку», корректировка отклонений при реализации различных инвестиционных и финансовых проектов.

Контроль – проверка самой организации и самого хода финансовой работы предприятия, достижения планов (анализ финансового положения предприятия).

Общие правила финансового менеджмента

1. Вся система должна стремиться к общей устойчивости, а не устойчивости отдельных элементов.

2. Система должна постоянно иметь достоверную обновляющуюся информацию.

3. Система должна быть открытой и обмениваться информацией с внешней средой.

Корпорация как форма организации является наиболее преимущественной формой, поскольку в наличии быстрота и простота передачи права собственности по сравнению с другими формами и легкость получения дополнительных денежных ресурсов. Оба эти преимущества существенно усиливаются в связи с существованием и развитием финансовых рынков, поскольку именно через финансовый рынок осуществляются основные потоки капитала. Финансовый рынок обеспечивает соединение продавцов и покупателей средств финансирования деятельности контрагентов.

Теория финансового управления в настоящее время выделяет несколько базовых концепций, формирующих проблемы и возможные направления их решений. К таким базовым концепциям относятся:

1. Концепция чистой приведенной стоимости. При расчете чистой приведенной стоимости проводится дисконтирование денежного потока по альтернативным издержкам привлечения капитала, что позволяет определить цену капитала, при которой инвесторы, вложившие деньги в данный проект, могли бы ожидать от своих инвестиций точно такую же доходность как минимум.

2. Модель оценки долгосрочных активов (МОДА). Эта модель связана с оценкой финансовых рисков, которые могут быть диверсифицированными и не диверсифицированными, или рыночные риски. Эта модель учитывает инвестиции, связанные с покупкой акций.

3. Эффективные рынки капитала. Здесь базовой является теория эффективного рынка. Эффективный рынок – это рынок, на котором цены адекватно отражают доступную инвесторам информацию.

4. Принцип сложения стоимостей и закон сохранения стоимости. Оценивая проект, создающий последовательность денежных потоков, мы всегда исходим из предпосылки, что стоимости суммируются.

5. Теория структуры капитала. Данная теория связана с оценкой финансовых рисков, связанных с использованием различных видов источников финансирования. Важную роль играет и оценка предельной цены капитала.

6. Теория опционов. Главная проблема связана с оценкой стоимости инструментов, которые дают возможность купить или продать какие-то активы в будущем на условиях, установленных в настоящее время.

7. Теория агентских отношений. Эта теория связана с потенциальной возможностью возникновения конфликта отношений между менеджерами, акционерами, персоналом по принципиальным позициям управления.

В ходе изложения материала учебника мы будем обращаться к некоторым концепциям.

Глава 2

БАЗОВЫЕ ВОПРОСЫ И ПОДХОДЫ В ФИНАНСОВОМ МЕНЕДЖМЕНТЕ

Данная глава посвящена базовым элементам, на основе которых возможны оценка положения предприятия и, главное, получение информации для принятия управленческих решений на будущее.

Освоив вторую главу, обучающийся должен:

Знать:

- базовые показатели финансового менеджмента;
- методы определения минимальных объемов производства для достижения безубыточности.

Понимать:

- влияние разных видов риска на совокупный риск предприятия;
- роль пороговых величин в оценке возможностей развития предприятия.

Уметь:

- оценивать уровень операционного и финансового риска предприятия;
- оценивать возможности использования разных источников финансирования проектов развития предприятия;
- принимать решения о целесообразных источниках финансирования будущих проектов.

2.1. БАЗОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА

Изучение методик финансового менеджмента должно начинаться с усвоения основных показателей, используемых в финансовом управлении. Они несколько иные, нежели те, которыми привыкли пользоваться наши экономисты и финансисты в прошлом столетии.

Первый показатель, применяемый в западной системе финансового управления, – **прибыль от продаж (Earnings before interest and tax – EBIT)**, которая является основным результатом деятельно-

сти компании. В российской финансовой отчетности до 2000 г. отсутствовал такой показатель, однако с переходом на международные стандарты финансовой отчетности это стало необходимым.

1. Прибыль от продаж = Выручка от реализации – Перенесенная стоимость (материалы и купленные услуги) – Затраты на воспроизводство рабочей силы (зарплата со страховыми платежами) – Затраты на воспроизводство основных средств и нематериальных активов (амортизация) = Прибыль до налогообложения + Проценты за кредит.

В российской отчетности прибыль от продаж показана в Отчете о прибылях и убытках (форма № 2).

2. Чрезвычайно важным и интересным является показатель **экономической рентабельности (ЭР)**. Заметим, что этот показатель никогда не использовался в российском финансовом управлении в том контексте, в котором он используется в настоящее время во всем мире.

$$\begin{aligned} \text{ЭР} &= \frac{\text{Прибыль от продаж}}{\text{Активы}} \times 100\% = \\ &= \frac{\text{Прибыль от продаж}}{\text{Собственный капитал} + \text{Заемный капитал}} \times 100\%. \end{aligned} \quad (1)$$

Экономическая рентабельность показывает эффективность (доходность) использования инвестированного капитала независимо от того, собственный это или заемный капитал, по существу **это показатель инвестиционной привлекательности предприятия.**

Для определения основных факторов, влияющих на экономическую рентабельность предприятия, проведем преобразования:

$$\begin{aligned} \text{ЭР} &= \frac{\text{Прибыль от продаж}}{\text{Активы}} \times 100\% \times \frac{\text{Оборот}}{\text{Оборот}} = \\ &= \frac{\text{Прибыль от продаж}}{\text{Выручка от реализации}} \times 100\% \times \frac{\text{Выручка от реализации}}{\text{Активы}} = \end{aligned} \quad (2)$$

= Коммерческая маржа × Коэффициент трансформации (оборачиваемости).

Оборот – выручка от реализации за период.

$\frac{\text{Прибыль от продаж}}{\text{Оборот}} \times 100\% = \text{Коммерческая маржа}$ – доля прибыли до уплаты процентов за кредит и налога на прибыль.

$$\frac{\text{Оборот}}{A_{\text{раб}}} = \text{Коэффициент трансформации.}$$

Коэффициент трансформации показывает, сколько рублей выручки приносит использование 1 руб. активов (сколько раз обращаются активы в течение года).

Способы увеличения экономической рентабельности:

- 1) увеличение цены;
- 2) уменьшение затрат;
- 3) сокращение активов;
- 4) увеличение производительности активов.

Для собственников важнейшим показателем является эффективность использования собственного капитала предприятия. С 30-х годов в финансовом мире применяется так называемая **формула Дюпона**, которая определяет **чистую рентабельность акционерного капитала (ЧР_{ак})**.

$$\begin{aligned} \text{ЧР}_{\text{ак}} &= \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Акционерный капитал}} \times 100\% \times \frac{\text{Оборот}}{\text{Оборот}} \times \frac{\text{Актив}}{\text{Актив}} = \\ &= \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Оборот}} \times 100\% \times \frac{\text{Оборот}}{\text{Актив}} \times \frac{\text{Актив}}{\text{Акционерный капитал}}, \end{aligned} \quad (3)$$

где $\frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Оборот}} \times 100\% = \text{Коммерческая маржа по чистой прибыли};$

$$\frac{\text{Оборот}}{\text{Актив}} = \text{Коэффициент трансформации};$$

$$\frac{\text{Актив}}{\text{Акционерный капитал}} = 1 + \frac{\text{Заемный капитал}}{\text{Собственный капитал}},$$

$$1 + \frac{3K}{СК} - \text{Финансовый рычаг.}$$

Таким образом, формула Дюпона выглядит следующим образом:

$$\text{Чистая рент. Акц. Кап.} = KM \times K_{mp} \times \text{Фин. рычаг.} \quad (4)$$

Уравнение Дюпона говорит о том, что доходность собственного капитала предприятия зависит от трех показателей:

- 1) производственной эффективности, измеряемой показателем коммерческой маржи;
- 2) эффективности использования активов, измеряемой через коэффициент трансформации;
- 3) финансового рычага (коэффициента собственного капитала).

Низкая эффективность операций по производству продукции или низкая эффективность использования активов влекут снижение экономической рентабельности производства, что неизменно приведет к снижению рентабельности собственного капитала. Изучая формулу Дюпона, ясно видно, что рентабельность собственного капитала может быть повышена увеличением заемного капитала, но это возможно только в случае, если экономическая рентабельность выше ставки процента за кредит. Важным становится соотношение между заемным и собственным капиталом, т.е. структура капитала. Данным проблемам будет посвящен следующий материал.

Чистая рентабельность акционерного капитала является основным показателем, по которому собственник может судить об эффективности управления данным предприятием.

2.2. ПОЛИТИКА ЗАИМСТВОВАНИЙ НА ОСНОВЕ ОЦЕНКИ ФИНАНСОВОГО РИСКА

Финансовый риск – это дополнительный риск, падающий на держателей обыкновенных акций в результате использования заемного капитала, а значит, инициирования финансовой зависимости. Финансовая зависимость влияет на чистую прибыль, т.е. доход может быть выплачен владельцам обыкновенных акций. Если предприятие занимает значительные средства, оно принимает на себя обязательство выплачивать процент и погашать основную сумму. Таким образом, использование финансового рычага имеет как положительные, так и отрицательные последствия: более высокий рычаг увеличивает ожидаемый доход на акцию, но он также увеличивает и риск компании.

Суть эффекта финансового рычага (левериджа) заключается в том, что использование долговой нагрузки при прочих равных условиях приводит к тому, что рост прибыли корпорации до уплаты процентных платежей и налогов ведет к более сильному росту показателя прибыли на одну акцию (**EPS – earnings per share**). Эффект связан с тем, что держатели долговых обязательств корпорации ничего не получают от роста прибыли. Держатели долговых обязательств изначально принимают на себя меньшие риски по сравнению с акционерами, так как по принадлежащим им обязательствам компании фиксируется доходность, а в случае нарушения графика платежей они получают обеспечение и инициируют банкротство компании. У акционеров нет никаких гарантий получения дивидендов. Следовательно, получить добавочную прибыль имеют право только акционеры.

В качестве показателей, характеризующих финансовый рычаг, применяются:

- 1) коэффициент финансового рычага (левериджа);
- 2) сила (степень) финансового рычага (DEL – degree of financial leverage).

1. Коэффициент финансового рычага. Указанный коэффициент может иметь различные названия: коэффициент финансового левериджа, коэффициент финансового рычага, целевой коэффициент, плечо рычага:

$$K_{\text{фр}} = \frac{\text{Совокупный долг (заемный капитал)}}{\text{Собственный капитал}}. \quad (5)$$

Это коэффициент поиска оптимальной долговой нагрузки, который означает балансирование между выгодами и издержками долговой нагрузки, он положен в основу определения эффекта финансового рычага.

Эффект финансового рычага (ЭФР) – это эффект, который показывает, на сколько процентов увеличивается рентабельность собственного капитала за счет привлечения заемных средств в финансирование деятельности предприятия. Таким образом, эффект финансового рычага достигается за счет изменения доли заемного капитала и проявляется изменением рентабельности собственного капитала в зависимости от силы рычага.

$$\text{ЭФР} = (1 - T) \times (\text{ЭР} - \text{ССП}) \times \frac{ЗК}{СК}, \quad (6)$$

где T – ставка налога на прибыль, в долях; ЭР – экономическая рентабельность, в процентах; ССП – средняя ставка процента; $ЗК$ – заемный капитал (абсолютная сумма); $СК$ – собственный капитал (абсолютная сумма).

$$\text{ССП} = \frac{\text{Сумма всех процентов за кредит за год}}{\text{Сумма использованного кредита}} \times 100\%, \text{ в процентах.} \quad (7)$$

Положительное значение эффекта финансового рычага говорит о том, что при использовании заемного капитала мы получаем больше дохода, чем сумма процентов, которую должны заплатить за использование заемного капитала.

$(\text{ЭР} - \text{ССП})$ – называют дифференциалом;

$\frac{ЗК}{СК}$ – плечом рычага.

Данные показатели (дифференциал и плечо рычага) используют для оценки уровня финансового риска.

Первая составляющая ЭФР (**дифференциал**) характеризует разницу между экономической рентабельностью и средней ставкой процента ($\text{ЭР} - \text{ССП}$). Положительный эффект возникает, когда экономическая рентабельность превышает значение ССП . В таких условиях выгодно увеличить **плечо финансового рычага**. Однако при наращивании плеча рычага банк компенсирует возрастание собственного риска повышением цены кредита.

2. Сила финансового рычага. Сила финансового рычага определяется как мера воздействия рычага на доходы акционеров.

Влияние рычага состоит в том, что **любое увеличение прибыли от продаж (EBIT) для предприятия, имеющего финансовый рычаг, приводит к непропорциональному увеличению доходов на одну акцию (EPS), а любое снижение этой прибыли – к непропорциональному снижению доходов в расчете на одну акцию.** Чем выше уровень финансового рычага, тем более чувствительным становится изменение доходов в расчете на одну акцию к изменению прибыли от продаж. При этом влияние финансового рычага на предприятие будет сокращаться по мере увеличения уровня прибыли от

продаж по отношению к фиксированным платежам по капиталу. Сила финансового рычага может быть рассчитана следующим образом:

$$CFZ = \frac{\% \Delta EPS}{\% \Delta EBIT}. \quad (8)$$

Таким образом, в данном случае термин «рычаг» отражает то, что капитал с постоянной доходностью может дополнительно (непропорционально) усиливать изменения прибыли от продаж и, следовательно, доходности владельцев обыкновенных акций.

Существует еще одна формула для определения силы финансового рычага, которая используется в американской модели оценки финансового риска:

$$CFP = 1 + \frac{\text{Сумма процента}}{\text{Прибыль до налогообложения}}. \quad (9)$$

Пример: Предположим, что существуют два предприятия (А и В), которые имеют в целом одинаковые показатели деятельности. Первое предприятие не использует заемный капитал, а второе, напротив, предусматривает наличие заемных средств в составе источников финансирования деятельности организации. При этом собственный и заемный капитал находятся в соотношении 1:1. Деятельность организаций рентабельна. Финансовым результатом выступает прибыль от продаж (**Earnings before interest and taxes – EBIT**). Этот показатель включает три основные составляющие: чистую прибыль, сумму налога на прибыль и сумму процентов по кредитным ресурсам.

Сведения, необходимые для расчета эффекта финансового рычага, даны в табл. 2.

Результаты вычислений, представленные в табл. 2, свидетельствуют о следующем: посредством привлечения заемного капитала предприятие В получило возможность увеличения рентабельности собственного капитала на 17,6%, что представляет весьма важным с точки зрения собственника, поскольку на каждый вложенный рубль собственных средств предприятие получило дополнительно 17,6 коп. чистой прибыли.

Рассмотренный способ расчета эффекта финансового рычага можно найти практически в любом российском учебнике или учебном пособии по финансовому менеджменту или финансам организа-

ций. Необходимо только помнить о некоторых особенностях расчета налога на прибыль с учетом положений налогового учета, а именно, применение нормируемых или лимитируемых затрат, в частности, по сумме процентов за кредит.

Таблица 2

Расчет эффекта финансового рычага

Показатели	Предприятие А	Предприятие В
Собственный капитал, ден. ед.	2000	1000
Заемный капитал, ден. ед.	–	1000
Прибыль от продаж, ден. ед.	800	800
Ставка процента по заемному капиталу, %	–	18
Сумма процентов по заемному капиталу, ден. ед.	–	180
Ставка налога на прибыль, %	20	20
Налогооблагаемая прибыль, ден. ед.	800	620 (800–180)
Сумма налога на прибыль, ден. ед.	160	124
Чистая прибыль, ден. ед.	640 (800–160)	496 (620–124)
Чистая рентабельность собственного капитала, %	$32 = (640 \times 100\% / 2000)$	$49,6 = (496 \times 100\% / 1000)$
Эффект финансового рычага, %	–	17,6 (49,6–32)

При расчете эффекта финансового рычага в российской практике необходимо учитывать особенности определения налоговой базы для расчета налога на прибыль. Дело в том, что прибыль до налогообложения (бухгалтерская прибыль) может не совпадать с прибылью для налогообложения в связи с наличием нормируемых видов расхода для целей налогообложения. Один из нормируемых видов расходов – проценты за кредит. Надеемся, что в скором будущем данное регулирование будет отменено, однако как учитывать данный факт при расчете эффекта финансового рычага? Дело в том, что для целей налогообложения можно отнести проценты за кредит только в пределах величины, рассчитанной как ставка ЦБ $\times 2$ (2 – коэффициент, введенный в рамках антикризисных мер в 2009 г.). Значит, если ставка ЦБ равна 8,75%, то средняя ставка процента для расчета дифференциала может быть взята 17,5%. А предприятие, допустим, получило кредит под 23%. Вот эта разница в 5,5% и должна быть учтена при расчете эффекта финансового рычага. Тогда формула расчета ЭФФ может быть следующая:

$$\text{ЭФР} = (1 - T) \times (\text{ЭР} - \text{ССП}) - \text{Дельта ставки процента} \times \frac{ЗК}{СК},$$

где T – ставка налога на прибыль, в долях; ЭР – экономическая рентабельность, в %; ССП – средняя ставка процента; $ЗК$ – заемный капитал (абсолютная сумма); $СК$ – собственный капитал (абсолютная сумма).

Дельта ставки процента – разница между ставкой процента для расчета расходов для целей налогообложения и реальной ставкой банковского процента.

Итак, эффект финансового рычага связан с эффектом, который может быть получен при использовании заемного капитала.

В финансовом менеджменте расчет рентабельности собственного капитала проводится по специальной методике, которая как раз и учитывает значение эффекта финансового рычага.

$$\text{Рентабельность собственного капитала (Р}_{\text{ск}}) = (1 - T) \times \text{ЭР} + \text{ЭФР}. \quad (10)$$

$$\text{Чистая прибыль (ЧП)} = \frac{P_{\text{ск}} \times СК}{100\%}, \quad (11)$$

где $СК$ – собственный капитал.

Таблица 3

Расчет основных показателей финансового менеджмента

Показатели	Предприятие А	Предприятие В
Прибыль от продаж, ден. ед.	800	800
Экономическая рентабельность, %	40% = 800/2000×100%	40% = 800/2000×100%
Эффект финансового рычага, %	0%	(1 – 0,2)(40% – 8%) × 1000/1000 = 17,6 %
Рентабельность собственного капитала, %	(1 – 0,2) × 40% + 0% = 32%	(1 – 0,2) × 40% + 17,6% = 49,6%
Чистая прибыль, ден. ед.	32% × 2000/100% = 640	49,6% × 1000/100% = 496

Инвестор при принятии решения об эффективности вложений в краткосрочном периоде ориентируется на сумму чистой прибыли, а в долгосрочном периоде – на рентабельность собственного капитала.

2.3. ОПЕРАЦИОННЫЙ АНАЛИЗ И ОЦЕНКА ПРЕДПРИНИМАТЕЛЬСКОГО РИСКА

В 1937 г. Рональд Коуз (нобелевский лауреат 1991 г.) предложил в качестве единицы экономической деятельности деловую операцию (transaction), именно посредством деловой операции экономические ценности переходят от одного субъекта хозяйственной деятельности к другому. Деловые операции и есть суть деятельности предприятия. Затраты предприятия, связанные с деловой операцией, стали называть транзакционными издержками. Фирма работает эффективно, когда транзакционные издержки внутри фирмы становятся меньше, чем на аналогичные операции, выполняемые через рынок. Фирма достигает своего предела, если транзакционные издержки своего производства становятся выше затрат при покупке подобных операций через рынок. Это как раз и позволяет определить в некоторой степени формирование определенной организационной структуры предприятия. Надо ли иметь собственный отдел маркетинга или лучше заказывать исследования рынка специализированной компании? Надо ли иметь свой транспортный цех или пользоваться услугами перевозчиков? Надо ли иметь собственную бухгалтерию или заключить договор со специализированной компанией? Все знают о появлении и развитии фирм, предоставляющих услуги аутсорсинга. Для снижения собственных транзакционных издержек можно обращаться к услугам этих компаний.

Экономика операционных издержек – великолепная теория экономической деятельности предприятия в реальных условиях. В дальнейшем исследователи на основе идей Р. Коуза создали экономическую теорию структуры предприятия (Оливер Уильямсон). В частности, он предложил схемы структуры предприятий трех форм:

- Унитарная структура с установленной иерархией взаимоотношений и ответственности.
- Холдинговая компания с иерархической структурой в каждой организационной единице.
- Фирма с полным внутренним рынком.

Мы не будем углубляться в общую теорию менеджмента, отметим только, что финансовому управляющему следует изучать и хорошо знать структуру предприятия для наиболее эффективного распределения ресурсов и разработки механизмов финансового контроля, действующего на всех уровнях.

Операционный рычаг (операционный левиридж) – прогрессивное нарастание величины чистой прибыли при увеличении объема продаж, обусловленное наличием постоянных затрат, не изменяющихся с увеличением объема производства и реализации продукции.

Взаимосвязь между объемом производства, постоянными и переменными затратами выражается показателем производственного рычага.

Таким образом, для операционного анализа следует использовать деление общих затрат предприятия на постоянные и переменные затраты (рис. 3).

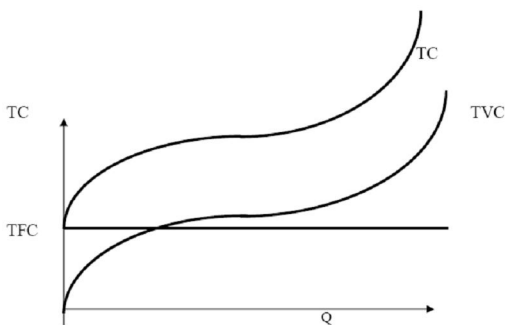


Рис. 3. Общие, постоянные и переменные издержки

К **общим постоянным затратам (TFC)** относятся: амортизация, коммунальные расходы, заработная плата управленческого персонала, арендные платежи, некоторые виды налогов.

К **общим переменным затратам (TVC)** относятся: заработная плата производственного персонала, сырье, услуги производственного характера.

Одновременно вспомним о необходимости учета краткосрочного и долгосрочного периода.

Краткосрочный период – период, в течение которого не изменяется соотношение между факторами производства.

Долгосрочный период – период, в течение которого изменяется соотношение между факторами производства.

Причина эффекта производственного (операционного) рычага – экономия на постоянных издержках.

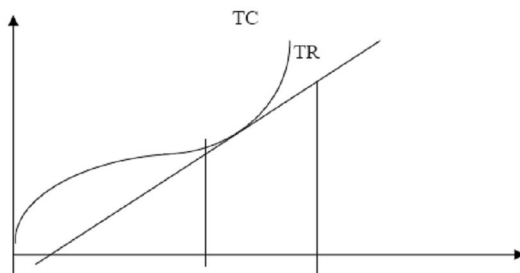


Рис. 4. График определения точки безубыточности предприятия

Действие рычага генерирует предпринимательский риск. Деловой риск представляет собой неопределенность, заложенную в прогнозах будущего дохода компании от основной деятельности или прибыли до налогообложения. Для прогноза и анализа делового риска используют ряд факторов:

- 1) абсолютное изменение объема продаж в натуральных измерениях;
- 2) абсолютное изменение цены реализуемой продукции;
- 3) абсолютное изменение цен на используемую ресурсную базу;
- 4) скорость корректировки разницы между ценами на ресурсы и ценами на готовую продукцию;
- 5) степень постоянства издержек: доля постоянных издержек в полных издержках (мера операционного риска).

Мера операционного риска в основном зависит от степени постоянства издержек компании, поэтому при прочих равных условиях этот показатель будет тем выше, чем выше постоянные издержки компании. Следовательно:

- мера операционной зависимости выражает чувствительность прибыли от продаж к изменению объема продаж;
- чем больше операционный рычаг, тем выше точка безубыточности и тем меньше резерв безопасности (рис. 4);
- чем больше удельный вес постоянных затрат в общей сумме затрат, тем сильнее действует операционный рычаг;
- мощный операционный рычаг характеризует высокий операционный риск.

Формула расчета операционного рычага:

$$K_{\text{ор}} = \frac{TR - TVC}{TR - TC} = \frac{BM}{\text{Прибыль до налогообложения}}, \quad (12)$$

где TR – выручка; TC – общие издержки; TVC – переменные издержки; TFC – условно-постоянные издержки.

Валовая маржа (BM, маржинальный доход, сумма покрытия) = $TR - TVC$.

Количественный показатель на практике называется **силой производственного (операционного) рычага (СПР)**.

Рычаг представляет собой инструмент, позволяющий получить значительное увеличение результата благодаря использованию точки опоры.

Сила производственного рычага позволяет оценить степень производственного риска. Чем больше сила воздействия операционного рычага, тем выше, при прочих равных условиях, уровень производственного риска.

Эффект операционного рычага высок, если небольшое изменение объема продаж вызывает значительное изменение результата от эксплуатации.

Эффект операционного рычага невысок, если небольшое изменение объема продаж вызывает намного меньшее изменение результата от эксплуатации.

Сила операционного рычага зависит от доли постоянных эксплуатационных затрат в структуре затрат предприятия.

В случае когда у предприятия высокий уровень постоянных затрат, порог рентабельности достигается при большом объеме производства. Но как только данный порог достигнут, даже незначительный рост продаж вызывает ощутимое увеличение операционного результата. И наоборот, если предприятие с низким уровнем постоянных затрат достигает порога рентабельности при низком объеме производства, то слабое увеличение реализации вызывает лишь незначительный рост операционного результата.

Необходимо заметить, что значение коэффициента операционного рычага меняется в зависимости от рассматриваемого объема производства. Иначе говоря, значение коэффициента операционного

рычага выражает чувствительность результата эксплуатации активов к изменению объема продаж.

Используя общеизвестный график, напомним, что у предприятия (в моделируемой ситуации) есть две замечательные точки, два возможных особенных состояния предприятия: производство предприятием Q_f и Q_p единиц продукции. Это состояние безубыточности («мертвая точка», порог рентабельности). Данное состояние характеризуется тем, что при таких объемах предприятие не имеет ни прибыли, ни убытков.

Для предприятия важно знать свою пороговую выручку.

$$TR_{\text{пороговая}} = \frac{TFC + \text{сумма процентов за кредит}}{\text{Валовая маржа (в относительных коэффициентах)}}. \quad (13)$$

$$\text{Валовая маржа (в относительных коэффициентах)} = \frac{\text{Валовая маржа}}{TR_{\phi}}, \quad (14)$$

где TR_{ϕ} – фактическая общая выручка; TFC – стоимость постоянных затрат предприятия.

Пример: Предприятия А и В производят соответственно продукт А и продукт В. Продажная цена этих изделий одинакова и равна 200 руб. Постоянные затраты достигают 600 тыс. руб. для предприятия А и 1200 тыс. руб. для предприятия В. Переменные затраты на единицу продукции составляют 160 руб. для А и 140 руб. для В.

Требуется рассчитать:

- порог рентабельности для каждого из предприятий;
- коэффициент эксплуатационного рычага для А и В, соответствующий уровню объема производства в 25 000 ед. продукции.

Коэффициент эксплуатационного рычага при объеме производства в 25 000 ед. составляет:

- для предприятия А:

$$СПР = 5\,000\,000 - 160 \times 25\,000 / 400\,000 = 2,5;$$

- для предприятия В:

$$СПР = 5\,000\,000 - 140 \times 25\,000 / 300\,000 = 5.$$

Таблица 4

Расчет порога рентабельности

Количество проданных изделий, ед.	Выручка от реализации, руб.	Постоянные затраты, руб.	Переменные затраты, руб.	Общие затраты, руб.	Прибыль (убыток), руб.
ПРЕДПРИЯТИЕ А					
10 000	2 000 000	600 000	1 600 000	2 200 000	(200 000)
15 000	3 000 000	600 000	2 400 000	3 000 000	0
20 000	4 000 000	600 000	3 200 000	3 800 000	200 000
25 000	5 000 000	600 000	4 000 000	4 600 000	400 000
30 000	6 000 000	600 000	4 800 000	5 400 000	600 000
ПРЕДПРИЯТИЕ В					
10 000	2 000 000	1 200 000	1 400 000	2 600 000	(600 000)
15 000	3 000 000	1 200 000	2 100 000	3 300 000	(300 000)
20 000	4 000 000	1 200 000	2 800 000	4 000 000	0
25 000	5 000 000	1 200 000	3 500 000	4 700 000	300 000
30 000	6 000 000	1 200 000	4 200 000	5 400 000	600 000

Из полученных значений коэффициента эксплуатационного рычага следует, что:

- при уровне производства в 25 000 ед. увеличение объема производства и реализации предприятием А на 1% вызывает рост эксплуатационного результата на 2,5%;
- при уровне производства в 25 000 ед. увеличение объема реализации предприятием В на 1% вызывает рост эксплуатационного результата на 5%.

Сила производственного рычага выражает *коммерческий риск* предприятия. Чем больше коэффициент производственного рычага, тем выше коммерческий риск предприятия.

Таким образом, правило производственного рычага можно сформулировать следующим образом:

Любое изменение выручки от реализации влечет за собой более значительное изменение прибыли.

Используя инструмент СПР, можно прогнозировать темпы изменения прибыли.

Темпы изменения прибыли = СПР × темпы изменения TR.

$$K_{op} = \frac{\Delta \text{Прибыль от продаж}}{\text{Прибыль от продаж}} \times \frac{\Delta TR}{TR}. \quad (15)$$

Запас финансовой прочности

Используя понятие пороговой выручки, можно рассчитать еще один чрезвычайно важный показатель – запас финансовой прочности, который позволяет оценить финансовую устойчивость предприятия.

Запас финансовой прочности (ЗФП) измеряется в относительных и абсолютных величинах.

$$\text{ЗФП (в абсолютных величинах)} = TR_{\text{фактическая}} - TR_{\text{пороговая}}$$

$$\text{ЗФП (в относительных величинах)} = \frac{TR_{\phi} - TR_n}{TR_{\phi}} \times 100\%, \quad (16)$$

где TR_{ϕ} – фактическая общая выручка; TR_n – пороговая выручка.

ЗФП (в процентах) показывает, на сколько процентов предприятие может сократить объем производства и выручку от реализации и не попасть в убыток.

Пример: Рассчитаем запас финансовой прочности у предприятий А и В в ситуации фактического производства 30 000 ед. продукции.

$$\text{ЗФП}_A = (6\,000\,000 - 3\,000\,000) / 6\,000\,000 \times 100\% = 50\%,$$

$$\text{ЗФП}_B = (6\,000\,000 - 4\,000\,000) / 6\,000\,000 \times 100\% = 33,3\%.$$

Таким образом, выявляем, что у предприятия А более высокий запас финансовой прочности, оно финансово более устойчиво. При изменении как внешних, так и внутренних факторов предприятие может сократить объем производства и реализации продукции на 50% и не попасть в убыток. У предприятия В запас более низкий и равен 33,3%.

Обращаем внимание на то, что взята ситуация, когда неизвестны используемый капитал и его структура. Неизвестно, есть ли заемный капитал и по какой ставке процента платятся проценты за кредит. Если есть заемный капитал, то это при расчете следует учесть, что, естественно, повлияет и на запас финансовой прочности.

Иногда экономисты называют показатель запаса финансовой прочности «кромкой безопасности». Мы рассмотрели определение запаса финансовой прочности по выручке и по объему производства,

но есть подходы к определению запаса финансовой прочности по изменению цены. Запас финансовой прочности по цене показывает, на сколько процентов можно снизить цену, чтобы предприятие было в точке безубыточности и не попало в убыток. Ясно, что это состояние, когда цена продукции равна общим затратам на единицу продукции, тогда запас финансовой прочности по цене можно рассчитать следующим образом:

$$\text{ЗФП по цене} = \frac{P - AC}{P} \times 100\%, \quad (17)$$

где P – цена единицы продукции; AC – общие затраты на единицу продукции.

Запас финансовой прочности по переменным затратам показывает, на сколько можно увеличить удельные переменные затраты, чтобы предприятие было в точке безубыточности:

$$\text{ЗФП по перем. затр.} = \frac{AVC - (P - AFC)}{AVC} \times 100\%, \quad (18)$$

где AVC – удельные переменные затраты; AFC – удельные постоянные затраты; P – цена единицы продукции.

При всей простоте анализа точки безубыточности могут быть трудности, которые связаны со следующими причинами:

- Как переменные, так и постоянные затраты имеют тенденцию к увеличению со временем.
- Использование ценовой дискриминации изменяет положение точки безубыточности.
- Может измениться структура продаж.
- Затраты не всегда можно абсолютно точно разделить на постоянные и переменные.

Но, кроме того, существуют еще и другие варианты анализа безубыточности, все они основаны на использовании достижений школы маржиналистов.

1. **Определение точки маржинальной безубыточности.** Эта величина показывает, при каком объеме производства цена начнет окупать дополнительные затраты на производство еще одной единицы продукции:

- $P > MC$ для совершенной конкуренции, может использоваться в концепциях управленческого учета.

- $MR > MC$ для несовершенной конкуренции. В основном теоретическое построение, но возможно и использование на практике.

2. Определение **точки безубыточности переменных затрат**. Эта величина показывает объем производства, при котором удается покрыть все переменные затраты ($TR > VC$).

Можно применять, если используется модель управления затратами «Variable Costing». Если же используется модель управления затратами «Direct Costing», то аналогичная точка будет называться точкой безубыточности прямых затрат ($TR > DC$).

В анализе рисков и прогнозировании возможного положения предприятия при изменении внешних условий применяется предельный анализ. Предельный анализ необходимо использовать, если предприятие планирует изменить объемы производства, переменные затраты на единицу продукции, ставки процента за кредит и т.д. В такой ситуации финансовый менеджмент предоставляет очень простые инструменты, которые при небольших расчетах позволяют оценить прогнозируемые изменения финансового положения предприятия: изменение величины пороговой прибыли, изменение величины планируемой прибыли (убытка).

Попробуем использовать показатель СПР для оценки возможной ситуации при снижении спроса на продукцию и вынужденном или намеренном снижении объемов производства и реализации продукции.

Пример: (Продолжим расчет на материалах предыдущего примера). Пусть анализируемые предприятия планируют снижение объемов производства на 12%. Какими могут быть результаты деятельности предприятий, если они не будут предпринимать никаких кардинальных усилий?

Предприятие А.

Темп изменения прибыли до налогообложения = $2,5 \times 12\% = 30\%$.

Планируемая прибыль до налогообложения составит 70% от прибыли прошлого года. Потери в прибыли будут составлять 30%.

Предприятие В.

Темп изменения прибыли до налогообложения = $5 \times 12\% = 60\%$.

Соответственно, предприятие В потеряет 60% прибыли прошлого года.

Таким образом, еще раз подтверждаем, что чем больше доля постоянных затрат в общих затратах предприятия, тем больший предпринимательский риск у предприятия.

Основные выводы по особенностям операционного анализа:

1. Положительное воздействие операционного рычага начинает проявляться лишь после того, как предприятие преодолело точку безубыточности своей операционной деятельностью.

2. После преодоления точки безубыточности чем выше коэффициент производственного рычага, тем большей силой воздействия на прирост прибыли будет обладать предприятие, наращивая объемы реализации продукции.

3. Наибольшее положительное воздействие производственного рычага достигается в поле, максимально приближенном к точке безубыточности.

4. Механизм производственного рычага имеет обратную направленность – при любом снижении объема реализации продукции в еще большей степени будет уменьшаться размер прибыли от продаж.

5. Эффект производственного рычага стабилен только в коротком периоде.

2.4. УПРАВЛЕНИЕ СОВОКУПНЫМИ РИСКАМИ

Обратим внимание на причины рисков предприятия. Здесь мы не ставим задачу использования глубокой классификации рисков и изучения способов их снижения. Наша задача – изучить основные, простейшие инструменты финансового менеджмента, которые просты и с успехом могут применяться на практике.

$$\text{Эффект сопряженного рычага (ЭСР)} = \text{СПР} \times \text{СФР}. \quad (19)$$

$$\text{СФР} = 1 + \frac{\text{Сумма процентов за кредит}}{\text{Прибыль до налогообложения}}. \quad (20)$$

Эффект сопряженного рычага показывает: на сколько процентов увеличится чистая прибыль на 1 акцию при изменении прибыли от продаж на 1%. Через эффект сопряженного рычага можно прогнозировать чистую прибыль на 1 акцию в будущем.

$$\begin{aligned} & \text{ЧП на 1 акцию в будущем} = \\ & = \text{ЧП на 1 акцию в настоящем} \times (1 + \text{ЭСР} \times \frac{\Delta TR}{100\%}), \end{aligned} \quad (21)$$

где ΔTR – прогнозируемое изменение выручки в будущем, в процентах.

2.5. ПОРОГОВАЯ ПРИБЫЛЬ ОТ ПРОДАЖ

В системе показателей финансового менеджмента, кроме пороговой выручки, в качестве пороговой величины используется **пороговая прибыль от продаж (ППП)**. Пороговая прибыль от продаж может использоваться как инструмент определения возможных вариантов источников финансовых ресурсов, при определении потребности в дополнительном капитале.

Чтобы начать разговор о значении **прибыли от продаж пороговой**, следует вспомнить особенности структуры источников финансирования. В целом возможные внутренние и внешние источники финансирования деятельности предприятий можно представить в виде трех групп: собственные и приравненные к ним, мобилизованные через финансовые рынки, полученные в порядке перераспределения.

Предприятие, нуждающееся в инвестициях, может получить капитал одним из двух способов:

- Продать долю участия в капитале предприятия. Этот вариант связан с выпуском и продажей акций данного предприятия. Предприятие при этом не обязуется выкупить эти ценные бумаги, все решения по продаже данной бумаги будут приниматься лично акционером, который будет учитывать эффективность владения данными бумагами.
- Получить денежные средства в кредит чаще всего на фиксированный срок. Здесь заимствования происходят на основе классических принципов: срочности, возвратности, платности и, очень часто, обеспеченности.

Чтобы получить необходимые ресурсы, руководители предприятия должны быть уверены, что они платят не больше объективной цены, а значит, рынок должен обладать совершенной конкурентностью, т.е. ни один из участников рынка не должен иметь монопольно-

го права на акции данного предприятия. На самом деле на реальном рынке капитала эти условия нарушаются. Те же операционные издержки, связанные с выпуском и размещением акций (за это придется предприятию платить посредникам), могут быть слишком большими.

Заемное финансирование возможно либо в форме банковского кредита, либо посредством эмиссии облигаций. При выпуске облигаций формальные процедуры выпуска похожи на выпуск акций, но возникает риск лишения заемщиков собственности. Это уже финансовый риск.

Если компания не может платить дивиденды, то это может привести к снижению рыночной стоимости акций, поскольку недовольные акционеры будут продавать акции, которыми они владеют. Но неплатежи по долгам имеют гораздо более серьезные последствия, поскольку кредиторы могут обратиться в суд с требованием выполнения обязательств в их пользу, вплоть до введения процедур банкротства.

Таблица 5

Преимущества и недостатки видов внешнего финансирования

Виды внешнего финансирования	Преимущества	Недостатки
Кредит	Возможность потери контроля; наличие дополнительных ресурсов; относительно высокая скорость получения	Уплата процентов по кредиту; срочность; увеличение финансового риска
Акции открытых акционерных обществ	Бессрочность; отсутствие роста финансового риска; привлечение средств	Возможность потери контроля; трудоёмкость эмиссии (в плане временных затрат); относительно большая цена привлечения
Акции закрытых акционерных обществ	Отсутствие возможности потери контроля; отсутствие фин. риска; бессрочность; низкая цена привлечения	Недостаточный размер привлекаемых средств
Облигации	Отсутствие возможности потери контроля; достаточно большой возможный размер заимствований	Срочность; относительно большой финансовый риск; платность; относительная дороговизна привлечения

Итак, значение пороговой прибыли от продаж позволяет ответить на вопрос о том, каким путём следует привлекать дополнительные финансовые ресурсы: занимать или наращивать собственный капитал.

Прибыль от продаж пороговая – величина, при которой чистая прибыль на одну акцию одинакова как для ситуации кредитования, так и для ситуации эмиссии акций.

Это возможно при равенстве показателя эффекта финансового рычага нулю:

$$\text{ЭФР} = 0,$$

что, в свою очередь, может быть обусловлено следующим:

- либо экономическая рентабельность равна ставке процента по кредиту;
- либо отсутствует заёмный капитал ($ЗК = 0$).

$$\frac{\text{Прибыль от продаж}}{СК + ЗК} \times 100\% = \text{ЭР} = \text{Ставка процента}, \quad (22)$$

где $СК$ и $ЗК$ – соответственно собственный и заёмный капиталы; ЭР – экономическая рентабельность.

$$\frac{\text{Прибыль от продаж}}{СК + ЗК} \times 100\% = \text{Ставка процента}. \quad (23)$$

$$\text{Прибыль от продаж пороговая} \times 100\% = (СК + ЗК) \times \text{Ставку процента}. \quad (24)$$

$$\text{Прибыль от продаж пороговая} = \frac{(СК + ЗК) \times \text{Ставка процента}}{100\%} = \text{ППП}. \quad (25)$$

В случае, если прибыль от продаж пороговая превышает показатель прибыли от продаж плановый, кредитование предприятия нецелесообразно, следует наращивать собственный капитал. И наоборот, когда прибыль от продаж пороговая меньше прибыли от продаж плановой, испытывая недостаток средств, выгоднее брать кредит.

Несмотря на вышеперечисленные рекомендации, важно помнить о реакции контрагентов на тенденции, связанные с привлечением тех или иных источников финансирования. Так, когда предприятие выпускает акции, инвесторы могут быть как нейтрально, так и негативно относиться к такому варианту привлечения средств, а выпуск

облигаций практически всегда рассматривается инвесторами положительно, дело в величине экономической рентабельности и ее связи с эффектом финансового рычага.

Эффективность компании не сводится исключительно к высокой прибыльности. Не менее важно, как компания управляет своими ресурсами, а именно какое количество ресурсов она использует для достижения своей прибыльности, а также какие денежные потоки при этом генерирует.

Широко известная модель Du Pont для оценки деятельности компании выделяет три ключевых элемента, формирующих ее экономический рост: рентабельность продаж, коэффициент трансформации, финансовый рычаг (данная формула была рассмотрена ранее).

Таблица 6

**Наиболее распространенные решения
на основании анализа значений финансовых показателей**

Показатель	Примеры возможных управленческих решений
Рентабельность собственного капитала	Реинвестирование средств. Направление средств на более доходные проекты
Лeverидж	Привлечение заемных средств в случае повышения рентабельности инвестиций над стоимостью заемных средств
Экономическая рентабельность	Принятие решений о повышении коммерческой маржи. Принятие решений по эффективности использования активов
Коэффициент трансформации	Избавление от непрофильных активов. Повышение производительности активов. Избавление от неликвидных активов или сверхнормативных запасов. Сокращение сроков отсрочки платежа для покупателей
Чистая прибыль	Увеличение выручки от реализации. Оптимизация операционных расходов. Оптимизация расходов на уплату процентов за кредит
Операционные расходы	Оптимизация структуры затрат. Повышение эффективности использования ресурсов. Применение технологий, ведущих к снижению операционных затрат

Таким, образом, в данном разделе мы рассмотрели простейшие подходы и инструменты, использование которых позволяет просто и быстро оценить существующую ситуацию и получить информацию для принятия управленческих решений.

Контрольные вопросы

1. Что такое прибыль от продаж и чем она отличается от прибыли до финансового результата?
2. Какую роль играет дифференциал в оценке финансового риска?
3. Как влияет на совокупный финансовый риск плечо рычага?
4. Причины производственного риска предприятия.
5. Как определить пороговый объем производства?
6. Какую роль играет порог рентабельности в определении цены дополнительного заказа?
7. Для каких целей можно использовать эффект сопряженного рычага?
8. Основные направления управления общими рисками предприятия.
9. Роль показателя «запас финансовой прочности» в принятии решений по объемам производства и сокращения объемов производства на будущий период.
10. Как быстро определить рациональные источники финансирования будущего проекта?

Задачи для самостоятельной работы

1. Предприятие производит и продает в месяц 3000 ед. продукции по 1500 руб. Переменные издержки составляют 1000 руб. на единицу продукции. Постоянные издержки – 150 тыс. руб. на весь объем производства в месяц. На следующий месяц планируется увеличить продажи на 150 ед. дополнительно. Определите источники финансирования данного проекта. Технические возможности увеличения объема производства есть. Используемый капитал – 0,8 млн руб. Структура капитала: ЗК – 400 тыс. руб., СК – 400 тыс. руб. Ставка процента за кредит – 22%. Ставка налога на прибыль – 20%.

2. Определите финансовое положение предприятия, если выручка от реализации составила 45000 руб. Общие переменные затраты 30000 руб. Общие постоянные затраты 5000 руб. Пассивы предприятия 35000 руб., в том числе собственные средства 5000 руб. Средняя ставка процента – 28%. Ставка налога на прибыль – 30%. Определить потребность в дополнительном капитале при условии увеличения объема производства на 16%. Возможность производить увеличенный объем производства при прежних постоянных затратах есть. Структура активов предприятия: внеоборотные активы составляют 30%, оборотные активы – 70%.

3. Оцените риски на предприятии, если используется капитал 400 ден. ед.: ЗК – 300 ден. ед., СК – 100 ден. ед. Ставка банковского процента – 28% годовых. Общая выручка – 500 ден. ед. Общие постоянные затраты – 85 ден. ед. Общие переменные затраты – 390 ден. ед.

4. Рассчитайте возможные варианты реализации проекта по увеличению объемов производства на предприятии на 20% при условии: используется капитал 250 ден. ед., ЗК – 100, СК – 150. Ставка процента за кредит – 30%. Общая выручка предприятия – 450 ден. ед. Общие постоянные затраты – 100 ден. ед. Структура этих затрат: амортизация – 20 ден. ед. (25% оборудования простаивает), заработная плата управленцев (с начислениями) – 60 ден. ед., премии управленцам – 10 ден. ед., коммунальные платежи – 10 ден. ед. Общие переменные затраты – 300 ден. ед. Структура общих переменных затрат: материалы – 200 ден. ед. (20% материалов – сверхнормативные расходы), заработная плата рабочих – 90 ден. ед., премии рабочим – 5 ден. ед., услуги сторонних организаций – 5 ден. ед.

5. Оцените финансовое положение предприятия, если:

выручка от реализации – 75000 ден. ед.;
пассив предприятия – 50000 ден. ед.;
общие переменные затраты – 58000 ден. ед.;
собственный капитал – 20000 ден. ед.;
общие постоянные затраты – 5000 ден. ед.;
заемный капитал – 30000 ден. ед.;
средняя ставка процента – 20%.

Что произойдет, если выручка от реализации снизится на 25%?

6. Определите чистую прибыль предприятия и запас финансовой прочности, если общие затраты предприятия 120 тыс. руб., пассив –

80 тыс. руб., заемный капитал – 45%. Ставка банковского процента – 20%. Выручка от реализации – 160 тыс. руб.

7. Предприятие прогнозирует продажи на уровне 200 000 ед. по определенному виду продукции при цене 10 руб. Если постоянные затраты составляют 600 тыс. руб., а переменные затраты на единицу продукции 5 руб., каков порог рентабельности предприятия (пороговая выручка и пороговый объем производства)?

8. Предприятие несет постоянные затраты в размере 500 тыс. руб. при кредите в 500 тыс. руб. при ставке 18% и продажной цене 60 руб. за единицу продукции и переменных затратах на единицу изделий 45 руб. Если данное предприятие намеревается получить прибыль до уплаты налогов в размере 200 000 руб., какого объема реализации оно должно достигнуть?

9. Компания «Север» оценивает переменные затраты на единицу изделий в 100 руб. Постоянные затраты равны 55 тыс. руб. Стоимость единицы товара 70 руб. Общий объем продаж 12 000 ед. Предприятие использует капитал 170 тыс. руб., структура капитала : ЗК – 70 тыс. руб., СК – 100 тыс. руб., ставка банковского процента – 15%.

Рассчитайте:

- а) прибыль до уплаты налога;
- б) порог рентабельности;
- в) прибыль или убытки при следующих объемах производства: 8 000; 10 000; 15 000 ед.;
- г) запас финансовой прочности.

Глава 3

УПРАВЛЕНИЕ ФИНАНСИРОВАНИЕМ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ

3.1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ УПРАВЛЕНИЯ КАПИТАЛОМ

В настоящее время понятие «капитал» многозначно. Капитал – это богатство, предназначенное для собственного увеличения, и важный фактор производства. Функционирование капитала в процессе его производственного использования характеризуют индивидуальным кругооборотом средств, который совершается по формуле $D - T - D_1$, где D – денежные средства, авансированные инвестором; T – товар; D_1 – денежные средства, полученные инвестором от продажи готового товара, включая фонды возмещения, оплату труда и прибыль.

Исследования, посвященные капиталу и проценту, начинаются со второй половины XIX в. и вплоть до наших дней связаны с именами таких известных экономистов, как Е. Бем-Баверк, К. Викселль, И. Фишер, Ф. Наит, Д. Дьюри, В. Парето, Дж. Хикс, П. Самуэльсон и др.

Понятие «капитал» в экономической теории претерпело значительные трансформации со времен А. Смита. В настоящее время принято говорить о капитале в широком смысле слова, а не только о производственных фондах.

Капитал в широком смысле слова можно определить как ценность, приносящую поток дохода. С этой точки зрения капиталом можно назвать и основные средства, землю, ценные бумаги, депозиты в коммерческом банке и человеческий капитал. Все перечисленные блага приносят поток доходов в различных формах.

При исследовании рынка капитала необходимо провести различие между категориями «запас» и «поток». Капитал как запас – это накопленные блага производственного назначения на определенный момент времени. Инвестиции же представляют собой поток, благодаря которому происходит приумножение существующего запаса

капитальных благ за определенный отрезок времени. Инвестиции на рынке факторов производства подразумевают собой капиталовложения, которые увеличивают запас физического капитала.

Финансовый капитал – это капитал, который выступает в качестве источника формирования активов организации. Фундаментальное уравнение бухгалтерского учета имеет следующий вид:

$$\text{Активы (физический капитал)} = \text{Совокупный капитал.} \quad (26)$$

Таким образом, в самом широком смысле финансовый капитал используется в качестве совокупных источников имущества. С термином «капитал» может быть связано понимание исключительно собственного капитала, а привлеченный капитал определяется как обязательства, тогда фундаментальное уравнение принимает вид

$$\text{Активы (физический капитал)} = \text{Капитал} + \text{Обязательства.} \quad (27)$$

В целях идентификации собственных источников мы придерживаемся одной из концепций экономической теории, сторонники которой равноценно расценивают термины «совокупный капитал» и «капитал», а собственные источники характеризуют термином «собственный капитал».

Капитал – это одно из базовых понятий финансового менеджмента. С позиции управления финансами предприятия оно выражает общую стоимость средств в денежной, материальной и нематериальной формах, вложенных в его активы. Капитал может быть систематизирован по определенным признакам:

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 заемные средства. Выражает финансовые обязательства.

2. **По объему инвестирования:** основной капитал – капитал, инвестированный в элементы внеоборотных активов. Формируется за счет собственных и долгосрочных заемных источников; оборотный капитал – капитал, инвестированный в оборотные активы. Формируется за счет собственных и краткосрочных заемных источников.

3. **По целям инвестирования:** производственный; ссудный – функционирует на кредитном и фондовом рынках.

4. **По формам инвестирования:** капитал в денежной форме; капитал в материальной форме; капитал в нематериальной форме.

5. **По организационно-правовым формам собственности:** акционерный капитал; паевой капитал; индивидуальный капитал.

6. **По характеру использования в производственном процессе:** работающий капитал; неработающий капитал – капитал, находящийся в резерве и на консервации.

7. **По характеру использования собственниками компании:** потребляемый капитал; накапливаемый капитал – предназначен для инвестирования на цели расширения производства.

8. **По формам собственности:** частный; государственный; смешанный капитал.

Капитал предприятия имеет свой состав по элементам и делится на собственный и привлеченный. Однако при этом не следует путать форму представления капитала в финансовых документах (фондовую форму представления), структуру капитала – источники финансирования (источники финансового капитала) и способ финансирования.

Финансирование – это привлечение капитала, необходимого для приобретения оборотных и внеоборотных фондов предприятия. Источники делятся на внутренние и внешние, а последние в свою очередь – на заемные и привлеченные.

Внутреннее финансирование – это использование собственных средств. Внутреннее финансирование может быть активным и неактивным (скрытым). В случае активного финансирования основными источниками собственных средств являются чистая прибыль и амортизационные отчисления, высвобожденные ресурсы (например, сокращение уровня запасов). При неактивном (скрытом) финансировании возникают дополнительные источники, вследствие заниженной оценки имущества, пониженных отчислений в резервные фонды, что не отражено в балансе предприятия.

Внешнее финансирование – использование средств государства, финансово-кредитных организаций, нефинансовых компаний, иностранных инвесторов и граждан. Внешнее финансирование, в результате которого формируется привлеченный капитал, связано как с формированием собственного капитала, так и привлечением капитала из внешних источников в разных формах.

Основными функциями собственного капитала являются:

1) оперативная, 2) защитная, 3) распределительная, 4) регулирующая.

Оперативная функция состоит в поддержании непрерывности деятельности организации.

Защитная – направлена на обеспечение защиты капитала кредиторов и возмещения убытков.

Распределительная – обеспечивает участие в распределении прибыли организации.

Регулирующая – связана с участием отдельных субъектов в управлении предприятием.

Рассмотрим основные формы финансирования через эмиссию ценных бумаг.

3.1.1. Финансирование за счет эмиссии акций

Акция – эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее владельца на получение части прибыли акционерного общества в виде дивидендов, на участие в управлении акционерным обществом и на часть имущества, остающегося после его ликвидации. Дивиденд представляет собой доход в виде определенной доли от номинальной стоимости акции, который может получить акционер за счет части чистой прибыли текущего года акционерного общества. Номинал – доля акции в уставном капитале. Выделяются «старшие» и «младшие» акции. Старшинство означает очередность удовлетворения претензии. В зависимости от объема предоставляемых прав акции делятся на обыкновенные и привилегированные.

Владелец **обыкновенных акций** имеет права, предоставляемые акциями в полном объеме. Капитал, представленный обыкновенными акциями, формирует основу финансовой структуры компании. Обыкновенные акции являются полезным источником, поскольку не существует требований выплачивать дивиденды их владельцам, даже если для этой цели достаточно прибыли. Однако акционерный капитал представляет собой источник с известной степенью риска. Фиксированной ставки начисления дивидендов не существует, поэтому владельцы обыкновенных акций получают дивиденды, только если прибыль, доступная для распределения, остается после того, как другие инвесторы (владельцы привилегированных акций и кредиторы) получили свой доход в форме выплаченных дивидендов и процентов (табл. 7). Из-за высокого риска, связанного с этой формой

инвестиций, компания вынуждена обеспечивать сравнительно высокий уровень доходности.

Таблица 7

**Преимущества и недостатки финансирования
за счет эмиссии обыкновенных акций для эмитента и инвестора**

Эмитент	Инвестор
1	2
<i>Преимущества финансирования за счет эмиссии обыкновенных акций</i>	
<ul style="list-style-type: none"> • Возможность мобилизации значительных финансовых ресурсов на длительные сроки 	<ul style="list-style-type: none"> • Реализация права на участие в управлении компанией в обмен на вложенный капитал
<ul style="list-style-type: none"> • Отсутствие жестко оговоренных, постоянных финансовых выплат 	<ul style="list-style-type: none"> • Реализация права на доход компании в виде дивиденда и возможность получения дополнительного дохода за счет прироста рыночной стоимости акций
<ul style="list-style-type: none"> • Наличие прибыли не означает обязательную выплату дивидендов 	<ul style="list-style-type: none"> • Реализация права на дополнительные льготы, предоставляемые компанией, в том числе право преимущественного приобретения новых акций
<ul style="list-style-type: none"> • Стабильность капитала. Акции являются устойчивым инструментом. Акционерное общество при нормальном ходе событий не обязано возвращать внесенные акционерами средства. • Обыкновенные акции не имеют фиксированной даты погашения – это постоянный капитал, который не подлежит возврату 	<ul style="list-style-type: none"> • Реализация права на часть имущества при ликвидации общества
<ul style="list-style-type: none"> • Распределение предпринимательского риска 	
<ul style="list-style-type: none"> • Для акционера риск потери ограничивается стоимостью акций, тогда как при других формах организации бизнеса владельцы отвечают всеми средствами компании и личным имуществом. • Повышение инвестиционной привлекательности компании. Уставный капитал служит своеобразным гарантом возмещения ущерба для кредиторов компании. • Эмиссия обыкновенных акций при прочих равных условиях повышает кредитоспособность компании и снижает финансовый риск 	

Продолжение табл. 7

1	2
<i>Недостатки финансирования за счет эмиссии обыкновенных акций</i>	
<ul style="list-style-type: none"> • Увеличение риска распыления капитала, потери контроля над компанией, появление возможности враждебного поглощения через покупку контрольного пакета акций 	<ul style="list-style-type: none"> • Отсутствие гарантий получения дохода в виде дивиденда
<ul style="list-style-type: none"> • Снижение уровня оперативности принимаемых решений 	<ul style="list-style-type: none"> • Наличие риска потери капитала в случае снижения стоимости акций
<ul style="list-style-type: none"> • Возможность повышения стоимости привлечения финансовых ресурсов. Использование заемного капитала дает компании возможность получить средства с фиксированными финансовыми затратами, тогда как при использовании обыкновенных акций чистая прибыль компании распределяется в течение длительного времени и на значительное число акционеров 	<ul style="list-style-type: none"> • Реальная реализация права на управление компанией возможна только при наличии крупного пакета акций

Акционерное общество имеет право выпускать как обыкновенные, так и привилегированные акции. При этом необходимо соблюдать одно условие: «доля привилегированных акций в общем объеме уставного капитала акционерного общества не должна превышать 25 процентов» (Гражданский кодекс Российской Федерации. – М.: Проспект, 2001. – Ст. 102).

Привилегированная акция не дает права голоса на общем собрании акционеров, однако имеет фиксированный в уставе общества размер дивиденда и стоимость, уплачиваемую при ликвидации общества. Владельцы привилегированных акций имеют приоритет над требованиями владельцев обыкновенных акций. Таким образом, привилегированные акции несут для своих владельцев меньший уровень риска, чем обыкновенные, а следовательно, и меньший уровень доходности. Капитал, образуемый за счет привилегированных акций, аналогичен заемному в том, что в обоих случаях инвесторам предлагается фиксированная ставка доходности.

Привилегированные акции – смешанная форма финансирования, имеющая черты долгового обязательства и обыкновенной акции. В случае ликвидации компании претензии собственника привилегированной акции удовлетворяются после претензий кредиторов, но раньше, чем обязательства перед обыкновенными акционерами. Поскольку привилегированные акционеры имеют преимущественное

право на активы компании и ее доход, обычно они не получают права голоса при принятии большинства решений.

Привилегированные акции характеризуются большим разнообразием и довольно существенно отличаются по набору прав, которые с ними связаны. В результате этого появляется возможность за счет выбора наилучшего типа выпуска привилегированных акций реализовать цели, которые поставила перед собой компания при формировании капитала. Можно разработать схемы, позволяющие не только решить проблему финансирования, но и минимизировать цену, которую должно заплатить общество за привлечение средств.

Анализ различных видов привилегированных акций представлен в табл. 8.

Таблица 8

Основные виды привилегированных акций и права их владельцев

Вид акции	Содержание	Права
1	2	3
Кумулятивные привилегированные акции	Невыплаченные или не полностью выплаченные дивиденды по этим акциям накапливаются и выплачиваются впоследствии	Если дивиденды не выплачиваются по истечении оговоренного периода, то владельцы акций приобретают право голоса на собрании акционеров и теряют его с момента выплаты всех накопленных дивидендов
Конвертируемые привилегированные акции	Могут быть обменены на обыкновенные или на привилегированные акции других типов на условиях, определенных уставом. При выпуске данных ценных бумаг определяются срок конвертирования и курс обмена	Устав общества может предусматривать право голоса по данным акциям, при этом количество голосов не должно превышать количество голосов по обыкновенным акциям, в которые может быть конвертирована привилегированная акция
Отзывные (возвратные) привилегированные акции	Могут быть погашены по инициативе эмитента на заранее оговоренных условиях	Выкуп производится по цене, превышающей номинал акции, с учетом суммы невыплаченных будущих дивидендов
Привилегированные акции с варрантами	Приобретение акции сопровождается приобретением варранта	Владелец получает право на приобретение в определенный момент времени одной или нескольких обыкновенных акций по фиксированной цене

Продолжение табл. 8

1	2	3
Привилегированные акции с долей участия	Дивиденды по этим акциям строятся по схеме: фиксированные плюс экстрадивиденды	Владелец имеет право не только на получение фиксированных дивидендов, устанавливаемых при выпуске, но и на дополнительные дивиденды, зависящие от финансовых показателей эмитента
Привилегированные акции с плавающей ставкой дивидендов	Сумма дивидендов по данному виду акций привязывается к одному из видов рыночной процентной ставки, например: к доходности государственных облигаций, величине банковских депозитных ставок или среднему уровню процентов по кредитам, предоставляемым эмитенту	Владелец имеет право получить дивиденд, связанный с макроэкономической ситуацией в стране
Гарантированные привилегированные акции	Акции дочерних компаний, выплаты дивидендов по которым гарантируются вышестоящей организацией	Владелец имеет право на гарантированные дивиденды

К преимуществам финансирования за счет привилегированных акций для эмитента следует отнести:

1) **гибкость данного инструмента**. Выплата дивидендов по привилегированным акциям согласно законодательству – это не безусловное обязательство компании. Если компания терпит убытки и ее финансовое положение ухудшается, дивиденды могут не выплачиваться. При финансировании с привлечением заемных средств проценты должны быть выплачены независимо от финансового положения компании;

2) **бессрочность действия**. Привилегированные акции не имеют конечного срока погашения;

3) **привлечение дополнительных средств** без предоставления права участия в управлении компанией. Данное положение имеет ряд исключений. Так, если акционерное общество не выплачивает дивиденды или выплачивает их не полностью, владельцы привилегированных акций определенных типов приобретают право голоса до момента выплаты полной суммы дивидендов. Также привилеги-

рованные акции участвуют в голосовании по вопросам, связанным с реорганизацией или ликвидацией акционерного общества, изменением величины дивидендов и выпуском привилегированных акций с более широкими правами для их владельцев;

4) **повышение инвестиционной привлекательности** компании. Привилегированные акции увеличивают собственный капитал компании;

5) **отсутствие возможности** принудить компанию к банкротству;

6) **возможность ограничения** уровня процентного риска и стоимости привлечения капитала.

Таким образом, при эмиссии привилегированных акций достигается приток капитала, не теряется контроль над компанией, не увеличивается задолженность акционерного общества. Однако эмитент вынужден проводить устойчивую дивидендную политику.

Привилегированные акции российских компаний имеют ряд специфических черт, приближающих их по своим свойствам к обыкновенным акциям. В частности, в России размер дивидендов по привилегированным акциям, как правило, устанавливается в размере 10% чистой прибыли акционерного общества, но не меньше, чем дивиденды по обыкновенным акциям. Поэтому динамика котировок российских привилегированных акций практически совпадает с изменением цен на обыкновенные акции тех же эмитентов.

Формирование финансовой структуры капитала компании за счет использования привилегированных акций сопряжено с определенными рисками для эмитента:

1) более жесткое условие выплаты дивидендов по сравнению с обыкновенными акциями;

2) с точки зрения управления: в случае невыплаты дивидендов эти акции становятся голосующими;

3) с точки зрения изменения стоимости капитала компании: в случае снижения процентных ставок на кредитном рынке привлечение средств с использованием привилегированных акций может превысить среднюю рыночную стоимость финансовых ресурсов.

Для инвестора порядок выплаты дивидендов по привилегированным акциям составляет значительные преимущества по сравнению с обыкновенными:

1) дивиденды по привилегированным акциям выплачиваются в первую очередь;

2) размер дивидендов, выплачиваемых акционерным обществом по привилегированным акциям, не должен быть меньше дивидендов, выплачиваемых по обыкновенным акциям того же номинала;

3) при невысокой прибыли дивиденды по привилегированным акциям выплачиваются за счет резервного капитала акционерного общества. Такой же порядок сохраняется и в случае выплаты долгов по дивидендам;

4) претензии владельцев привилегированных акций удовлетворяются в первую очередь после выплаты задолженности по кредитам и только после этого осуществляются выплаты держателям обыкновенных акций.

Владение привилегированными акциями дает инвестору не только определенные преимущества, но и связано со значительными рисками. Риск инвестора заключается в отсутствии полного права на участие в управлении компанией, а также в потенциальной возможности обесценения сбережений, вложенных в акции, или даже полной их потери, а также в возникновении ситуации, когда доходность по привилегированным акциям будет ниже среднерыночной.

ИПО-финансирование. Сегодня повышается интерес российских компаний к финансированию своей деятельности за счет дополнительной эмиссии акций, в том числе на основе открытого публичного размещения (*IPO – Initial Public Offering*). Это связано с целым рядом экономических предпосылок, в первую очередь с возможностью перераспределения прав между различными группами акционеров путем изменения финансовой структуры капитала. Используя этот инструмент, Совет директоров компании может без решения общего собрания акционеров выпускать дополнительные акции в небольших объемах, регистрации которых в Минфине не требуется. Это позволяет компании мобильно, в зависимости от возникающих финансовых потребностей, привлекать дополнительные финансовые ресурсы (табл. 9). Не существует законодательных ограничений на количество объявленных акций, фиксируемых в уставе. Однако на практике их количество определяется величиной уставного капитала, типом акционерного общества (открытое или закрытое), предполагаемым числом акционеров, финансовым состоянием компании, перспективами ее развития, рискованностью выбранных направлений развития, отраслевой принадлежностью, территориальным расположением, наличием или отсутствием филиалов, представительств и др.

Таблица 9

Основные цели использования средств российскими предпринимательскими структурами в ходе IPO в 2006 и 2007 гг.

Эмитент	Направления использования средств, привлеченных в результате IPO
1	2
«Система-Галс»	Развитие существующих проектов, приобретение девелоперских компаний в России и СНГ
«ПИК»	Расширение земельного фонда, финансирование приобретения новых высокодоходных активов, оптимизация структуры капитала
«ММК»	Модернизация и развитие
«Северсталь»	Повышение качества своих производственных мощностей и эффективности производства по всем направлениям бизнеса для финансирования потенциальных приобретений и участия в совместных предприятиях
«Распадская»	Распределение средств между акционерами
«Магнит»	Развитие логистики и расширение сети
«Комстар-ОТС»	Реализация региональной экспансии, в частности на покупку альтернативных операторов фиксированной связи в России и СНГ, а также модернизацию существующей инфраструктуры
«ОГК-5»	Строительство новых генерирующих мощностей
«ОГК-2»	Развитие, модернизация и замена существующих генерирующих мощностей, строительство новых мощностей
«Роснефть»	Реструктуризация долгового портфеля и распределение средств среди стратегических зарубежных инвесторов
«СТС-Медиа»	Приобретение активов в России и СНГ, покупка телевизионных программ и лицензий; погашение задолженности перед «Альфа-Банком»
«Седьмой континент»	Расширение сети магазинов традиционных форматов и нового формата – гипермаркетов «Наш»
«М-Видео»	Развитие субъекта предпринимательства
«Фармстандарт»	Распределение средств среди акционеров
«Ситроникс»	Покупка новых фирм (50%), рефинансирование долга (25%), развитие новых проектов в области микроэлектроники (25%)
«Полиметалл»	Реструктуризация заемных обязательств, погашение долга перед Pan American Silver, развитие стратегического альянса с AngloGold Ashanti
«Сбербанк»	Расширение активных операций по кредитованию реального сектора, увеличение собственных средств банка
«ВТБ»	Долгосрочное кредитование реального сектора экономики и физических лиц (70%); укрепление материальной базы дочерних структур в Азии и СНГ (30%)
Банк Санкт-Петербурга	Увеличение своих активов, расширение операционной деятельности

Продолжение табл. 9

1	2
«Дикси»	Развитие бизнеса, открытие магазинов, покупка недвижимости, погашение бридж-кредита инвестиционному банку «Траст»
«ТГК-5»	Модернизация действующих и строительство новых генерирующих мощностей
«ПИК»	Модернизация действующих и строительство новых генерирующих мощностей
«Синергия»	Развитие собственных брендов, расширение дистрибьюторской сети и дальнейшее приобретение алкогольных брендов и производственных мощностей
«РТМ»	Финансирование инвестиционных проектов, расширение земельного фонда в целях обеспечения дальнейшего роста, погашение долговых обязательств
«Армада»	Приобретение новых активов в сфере информационных технологий и услуг

Источник: <http://www.fccsm.ru/catalog.asp?ob>

Существует несколько теорий, объясняющих причины и время осуществления компаниями IPO.

Теории «жизненного цикла» говорят о том, что компаниям выгодно выходить на рынок с IPO, когда потенциальные выгоды (повышение стоимости компании и ликвидности акций) превышают издержки по организации IPO. Эта ситуация возникает на достаточном зрелом этапе жизненного цикла.

Теории «зависимости от рынка» утверждают, что рынок сам определяет время выхода с IPO. Так, нежелательно выходить в период тренда снижающейся активности или в условиях, когда на публичный рынок выходят компании с менее значимой репутацией.

«Рациональные» теории акцентируют внимание на зависимости цены размещения с заинтересованностью андеррайтеров.

К основным преимуществам IPO следует отнести:

- возможность привлечения инвестиций в объемах, превышающих прямое инвестирование;
- диверсификацию собственников компании;
- улучшение имиджа компании.

С помощью механизма IPO российские компании на российском фондовом рынке могут получить значительные финансовые ресурсы, особенно это касается тех компаний, которые не могут преодолеть ограничения выхода с IPO на западные рынки. Так, подготовка

к IPO на американском рынке стоит примерно 1 млн долл. Кроме того, американский рынок не интересуют компании стоимостью 5–10 млн долл. До 1998 г. масштаб бизнеса должен был соответствовать 80–100 млн долл., после кризиса его границы поднялись до 200–250 млн долл.

Вместе с тем IPO требует значительной предварительной работы по подготовке к размещению акций: оценка компании, составление информационного меморандума, проведение инвестиционных презентаций, сбор заявок и определение цены размещения. Для компании расходы по привлечению капитала путем IPO составляют от 5 до 7% стоимости выпуска.

В целом обращающиеся на российском рынке акции являются гораздо более рискованными инструментами, чем аналогичные инструменты развитых рынков. Это обусловлено в первую очередь несоблюдением предприятиями-эмитентами требований по раскрытию информации, несоответствием отечественной системы бухгалтерского учета мировым стандартам, низким уровнем развития рыночной инфраструктуры, слабой зависимостью между инвестиционными потребностями реального сектора экономики и инвестиционными возможностями фондового рынка.

3.1.2. Заемное финансирование

Финансирование за счет заемного капитала – это предоставление средств кредиторами на условиях возвратности и платности. Содержание данного способа состоит не в участии своими денежными средствами в капитале организации, а в обычных кредитных отношениях между заемщиком и кредитором. Финансирование за счет заемного капитала бывает:

- 1) краткосрочное: коммерческий кредит, банковский кредит, контокоррентный кредит, вексельный кредит, другие виды кредита;
- 2) долгосрочное: эмиссия корпоративных облигаций, долгосрочный банковский кредит, ипотечный кредит, проектное кредитование, долгосрочный займ (кроме банковского), другие виды долгосрочных кредитов и займов.

Одним из элементов заемного капитала компаний являются средства, привлекаемые на облигационной основе. Корпоративные облигации – это особая инвестиционная стоимость, выражающая

заемные, долговые отношения между инвестором и эмитентом; самостоятельно обращающаяся на фондовом рынке вплоть до ее погашения и имеющая собственную котировку; обладающая основными инвестиционными свойствами: ликвидностью, надежностью и доходностью.

Облигация – это эмиссионная ценная бумага – именная или на предъявителя, выпускаемая предприятием вне зависимости от его организационно-правовой формы, подтверждающая факт ссуды денежных средств инвестором эмитенту и дающая право на участие в прибыли эмитента специально оговоренным способом (обычно в виде фиксированного процента от номинальной стоимости облигации). Это всегда «старшие» ценные бумаги, так как их держатель – кредитор, а не совладелец предприятия, и в случае банкротства он имеет прерогативы удовлетворения требований. Если не предоставлено дополнительное обеспечение, то размер выпуска ограничивается величиной уставного капитала, который согласно законодательству к моменту регистрации проспекта эмиссии должен быть полностью оплачен. Облигации бывают краткосрочными (менее года) и долгосрочными (более года). При этом по долгосрочным облигациям доход в итоге выше, чем по краткосрочным. Это происходит вследствие большей рискованности, которая компенсируется высокой ставкой доходности для инвестора, по облигациям может быть выплачен не только процент (как правило, по ставке, большей, чем ставка по банковскому кредиту, но облигации могут быть проданы и с дисконтом). Основными параметрами облигации являются: номинальная стоимость, срок до даты погашения, ставка купонного дохода, рыночная цена.

В классическом варианте облигация обеспечивает ее владельцу регулярную выплату купонного дохода в виде процентов от номинала и выплату самой номинальной стоимости в момент ее погашения. Облигации могут быть бессрочными. Также существуют облигации, которые продаются с дисконтом. При этом инвестор получает значительную выгоду в форме приращения капитала. Процент по таким облигациям не выплачивается, а выгода заключается только в росте цены. При этом облигации с нулевым купоном часто называются чисто дисконтными облигациями; облигации, выпущенные с дисконтом, – облигациями с дисконтом при эмиссии.

Процентная ставка для облигации может быть как плавающей (floating interest rate), так и фиксированной (fixed interest rate). Для

долговых обязательств с плавающей процентной ставкой может быть указана минимальная ставка («пол») или ее максимальная величина («потолок»). Конкретный метод подсчета начисленных процентов зависит от рынка. На некоторых рынках облигаций предполагается, что год равен 12 мес, по 30 дней в каждом, на других – исчисляется конкретное число дней в каждом месяце. Регулярная выплата процентов призвана защищать интересы кредиторов.

Облигации могут быть обеспеченными и не обеспеченными. Встречаются облигации, предоставляющие инвестору возможность выбора варианта погашения.

Не менее значимой является классификация облигаций по характеру обращения. Цена облигации подвержена рискам изменения процентных ставок. Поэтому в целях уменьшения влияния уровня инфляции на цену облигации выпускаются конвертируемые ценные бумаги.

Конвертируемые облигации дают владельцу право обменивать их на обыкновенные акции того же эмитента в соответствии с условиями конверсионной привилегии. Будучи однажды конвертированы в обыкновенные акции, облигации не могут быть повторно обменены на облигации или привилегированные акции. Одним из важнейших условий функционирования конвертируемых ценных бумаг являются коэффициент конверсии (определяемый как число акций, которые получит владелец облигации при ее конверсии) и конверсионная цена (это расчетная цена обыкновенной акции при конверсии).

Конвертируемые облигации имеют ряд достоинств как для инвестора, так и для эмитента. Для инвестора преимуществом конвертируемых облигаций является сочетание гарантированного процентного дохода и погашения основной суммы с возможностью выигрыша от прироста курсовой стоимости обыкновенной акции. Для эмитента выпуск конвертируемых облигаций служит средством размещения дополнительного количества обыкновенных акций по цене несколько выше их текущей рыночной стоимости. Компания приобретает большую финансовую независимость в результате изменения соотношения между собственным и заемным капиталом в пользу собственных источников финансирования. Но при этом бывший держатель облигации становится собственником и получает право на участие в управлении обществом.

Одновременно с точки зрения эмитента у конвертируемых бумаг есть три особенности, ослабляющие преимущества их использования для эмитента:

1) использование конвертируемых ценных бумаг дает возможность эмитенту продавать обыкновенные акции несколько дороже, чем при обычной эмиссии. Однако при значительном росте цены акций компания-эмитент может обнаружить, что ей было выгоднее эмитировать неконвертируемые облигации, несмотря на более высокую цену этого источника, а затем, продавая обыкновенные акции, заместить заемный капитал;

2) обычно конвертируемые ценные бумаги имеют низкую купонную ставку, но преимущества низкой цены заемного капитала будут утрачены в случае конверсии ценных бумаг;

3) если компания хочет увеличить акционерный капитал, а цена акции не возрастает в достаточной степени после выпуска облигаций, то компания будет обременена долгами, хотя и с низкой процентной ставкой.

Конвертируемая облигация при прочих равных условиях стоит дороже простой, и цена ее растет при росте курса акций. Однако право конверсии держателю облигации достается в обмен на более низкий уровень доходности. Инвестор не обязан конвертировать долговые обязательства в обыкновенные акции. Это происходит только тогда, когда рыночная цена акции на дату конверсии превышает согласованную цену конверсии. Качество облигаций определяется рейтингом, присваиваемым специальными рейтинговыми агентствами. Рейтинг – это ранг, присваиваемый облигации в соответствии с ее надежностью. Чем меньше риск неплатежа, тем выше категория или рейтинг, присвоенный займу.

Новый выпуск облигаций наносит ущерб интересам изначальных держателей облигаций, увеличивая долю «старшего» долга в стоимости компании. Возражений против нового выпуска не существует при сохранении прежних пропорций, т.е. если компания осуществит эмиссию акций.

Достоинства облигационных займов проявляются, прежде всего, в маневренности этого источника, что обуславливается множеством существующих разновидностей облигаций (табл. 10).

Порядок погашения облигаций также играет важную роль при формировании заемного капитала компании. Облигации с единовременным сроком погашения не выгодны компании-эмитенту как с финансовой точки зрения, так и с точки зрения имиджа компании на инвестиционном рынке. При таком выкупе всех облигаций компания должна единовременно выплатить всю сумму долга. Это может не-

Таблица 10

Классификация облигаций

Классификационный признак	Виды облигаций
По особенностям регистрации и обращения	<ul style="list-style-type: none"> • Именные облигации. • Облигации на предъявителя
По целям облигационного займа	<ul style="list-style-type: none"> • Облигации, выпускаемые для финансирования новых инвестиционных проектов. • Облигации, выпускаемые для рефинансирования имеющейся у эмитента задолженности. • Облигации, выпускаемые для финансирования мероприятий, не имеющих отношения к производственной деятельности эмитента
По срокам погашения	<ul style="list-style-type: none"> • Среднесрочные – сроком погашения от 1 года до 10 лет. • Долгосрочные – сроком погашения от 10 лет и выше
По формам выплаты дохода	<ul style="list-style-type: none"> • Процентные облигации. • Дисконтные облигации, доход по которым складывается из суммы разницы между ценой реализации и номинальной ценой погашения
По характеру обращения	<ul style="list-style-type: none"> • Конвертируемые облигации. • Неконвертируемые облигации
По возможности досрочного выкупа	<ul style="list-style-type: none"> • Отзывные облигации. • Безотзывные облигации
В зависимости от порядка погашения (возврат держателю облигации номинальной стоимости)	<ul style="list-style-type: none"> • Облигации с единовременным сроком погашения. • Облигации со сроком погашения по сериям

гativamente отразиться на ее финансовом состоянии. Для эмитента постепенное погашение может оказаться предпочтительным, поскольку проекты, на финансирование которых используется выручка от эмиссии облигационного займа, окупаются постепенно. Большинство облигационных займов погашается поэтапно. При этом работает следующий принцип: чем раньше облигация попадает в тираж выкупа, тем меньше разница между ценой размещения и выкупной ценой облигации; в более поздних тиражах выкупная цена все в большей степени превышает цену размещения (табл. 11).

Часто компании рассматривают выпуск конвертируемых облигаций как способ привлечения инвесторов к последующей эмиссии акций. Такой подход, как правило, присущ компаниям, которые еще не завоевали прочной репутации в финансовых кругах, и поэтому им трудно рассчитывать на успех выпуска своих акций на приемлемых условиях. В то же время у них есть веские основания предполагать, что курс их акций повысится. Конвертируемые облигации выпускаются на таких условиях, что их обмен на акции является целесообразным при относительно небольшом повышении курса акций.

Таблица 11

Сравнительная оценка свойств облигаций для компании-эмитента

ПРЕИМУЩЕСТВА	НЕДОСТАТКИ
Мобилизация дополнительных долгосрочных заемных ресурсов без угрозы вмешательства кредиторов в управление текущей деятельностью эмитента	Предъявление требований к обеспечению облигационного займа (залога имущества компании, гарантии третьих лиц, предоставленных для целей займа) и (или) наличие законодательных ограничений по выпуску облигаций (например, максимального объема выпуска и др.)
Эмитент самостоятельно определяет размер, сроки обращения, ценовые условия и порядок погашения облигационного займа с учетом особенностей (специфики) своей деятельности	Облигация – жесткое долговое обязательство: невыплата доходов и (или) непогашение облигаций в установленный срок может поставить эмитента на грань банкротства
С помощью эмиссии облигаций обеспечивается возможность привлечения заемных ресурсов на значительно более длительные сроки и на более мягких условиях, чем кредиты коммерческих банков	Необходимость осуществления регулярных выплат владельцам облигаций доходов, а также погашения облигаций независимо от фактической эффективности использования привлеченных посредством облигационного займа денежных средств
Существование большого разнообразия облигаций с различными свойствами позволяет эмитенту выбрать оптимальный для него вариант привлечения средств	Существует риск финансовых потерь в случае просчетов эмитента при выборе схемы финансирования или модели облигационного займа при неблагоприятном изменении конъюнктуры финансовых рынков в условиях нестабильности
Решение о выпуске облигаций не входит в компетенцию общего собрания акционеров и может быть принято Советом директоров, что обеспечивает оперативность при решении вопросов, связанных с организацией займа	Значительные единовременные расходы на стадии разработки облигационного займа и регистрации проспекта эмиссии, необходимость уплаты налога, осуществления затрат при первичном размещении облигаций (рекламная кампания и т.п.)

Формирование заемного капитала путем эмиссии корпоративных облигаций имеет для российских компаний свои преимущества:

- решение о выпуске облигаций не входит в компетенцию общего собрания акционеров и может быть принято Советом директоров (за исключением конвертируемых облигаций);
- долгосрочные ресурсы привлекаются без увеличения риска потери управления компанией;
- от эмитента не требуется реализация всего выпуска по единой цене;
- выпуск облигаций позволяет эмитентам не замораживать средства от эмиссии на накопительном счете, как этого требует эмиссия акций;
- расходы эмитента по размещению облигаций меньше, чем по акциям;
- формируется кредитная история и улучшается инвестиционный имидж эмитента;
- обращение облигаций на вторичном рынке создает возможность для эмитента управлять финансовой структурой капитала путем операций со своими ценными бумагами;
- эмитент облигаций не зависит от отдельного кредитора, что в случае необходимости упрощает рефинансирование долга и уменьшает вероятность потери контроля над компанией;
- компания-эмитент облигаций имеет возможность самостоятельно устанавливать периодичность и длительность сроков погашения;
- при выпуске облигаций компания обращается к более широкому кругу инвесторов, что позволяет привлечь более дешевые ресурсы по сравнению с эмиссией векселей или получением кредита.

К особенностям современного рынка корпоративных облигаций можно отнести выход на рынок, наряду с крупными эмитентами компаний второго эшелона, значительную отраслевую дифференциацию эмитентов, формирование института маркет-мейкеров, расширение круга инвесторов за счет инвестиционных фондов и страховых компаний.

Для дальнейшего развития рынка корпоративных облигаций необходимы повышение ликвидности и удлинение сроков заимствования. Пока подавляющее число займов направлено не только и не столько на удовлетворение острой нужды в инвестициях, сколько на

формирование имиджа образцового заемщика, привлекательного объекта инвестиций. Косвенно об этом свидетельствуют довольно скромные суммы займов. Большая часть эмитентов не выходит за рамки 5% от объема годовой реализации, в то время как западная практика свидетельствует о вполне допустимом уровне в 50%. Порой общий объем заимствований многократно превышает объем реализации.

Еврооблигации. Выход на мировой рынок финансовых ресурсов посредством еврооблигаций также можно считать важным направлением формирования заемного капитала российских компаний. Структура российского рынка еврооблигаций корпоративных заемщиков по отраслевой составляющей во многом соответствует внутреннему фондовому рынку. Более половины заимствований приходится на компании нефтяной и газовой промышленности.

Эффективный выход российских эмитентов на рынок еврооблигаций возможен при строгом соблюдении принятых на этом рынке правил и процедур. На рынке еврооблигаций ключевую роль играют профессиональные объединения участников: Ассоциация участников международных фондовых рынков (*International Securities Market Association – ISMA*), Международная ассоциация первичных рынков (*International Primary Market Association – IPMA*), Ассоциация участников рынка инструментов формирующихся экономик (*Emerging Markets Trade Association – EMTA*). Цель создания данных ассоциаций состоит прежде всего в выработке стандартов работы и контроля над их соблюдением на рынке. Получить финансирование на международных рынках капитала невозможно без оценки как минимум двух рейтинговых агентств. Объем и цена размещения еврооблигаций, так же как и ликвидность вторичного рынка, зависят от значения этого рейтинга эмитента.

Основными преимуществами использования еврооблигаций для российских заемщиков являются: дешевизна по сравнению с внутренними ставками заимствований, длительные сроки и большие объемы заимствований, многообразие доступных инструментов, возможность формирования позитивного имиджа эмитента на международной арене.

Лизинг. Альтернативной формой кредитованию определенных операций выступает лизинг. При этом расходы по лизингу и кредиту сравниваются с учетом следующих факторов:

- принципиальной возможности компании получать и обслуживать кредит на всю стоимость приобретаемого имущества;
- схемы кредитных и лизинговых платежей;
- амортизационной политики. Возможность использования ускоренной амортизации (с коэффициентом 3) к предмету лизинга ведет к сокращению выплаты по налогу на прибыль в течение первых лет после приобретения имущества;
- метода учета имущества. При использовании кредитной схемы финансирования приобретенное имущество находится на балансе компании, что ведет к увеличению налога на имущество. При лизинге имущество может находиться на балансе лизингодателя. При этом компания не несет расходы по налогу на данное имущество;
- налогообложения прибыли. Сокращение выплат по налогу на прибыль при кредите происходит за счет увеличения амортизации и включения в расходы процентов по кредиту, при лизинге – за счет отнесения на расходы лизинговых платежей в полном объеме.

Кредиторская задолженность. Кредиторская задолженность, находящаяся в распоряжении компании, возникает не в результате притока капитала в хозяйственный оборот компании, а в результате того, что некоторая его часть временно задерживается в хозяйственном обороте. В экономике России кредиторская задолженность заняла прочные позиции в финансировании текущей деятельности компаний, она оказывает существенное влияние на обеспеченность оборотными средствами реального сектора экономики: замедление расчетов по ее погашению часто предоставляет компаниям дополнительную возможность краткосрочного финансирования. В наибольшей мере компании могут варьировать в свою пользу объемы, сроки и формы платежей поставщикам, в наименьшей – бюджету и банкам ввиду весьма быстрых и жестких санкций в этих случаях. Поэтому очень часто, особенно в ситуациях нарушения стабильности на финансовых рынках, выстраивается целая цепочка, когда компании перекладывают свои финансовые трудности друг на друга, прежде всего на своих поставщиков.

Кредиторская задолженность является простым, дешевым, но в то же время рискованным источником финансирования деятельности компании. Доступность в формировании и дешевизна кредиторской задолженности долгие годы способствовали вытеснению банковского кредита из источников финансирования, что ухудшило фи-

нансовую устойчивость российских компаний. Значительные суммы кредиторской задолженности приводили к увеличению неплатежей по всей хозяйственной цепочке и в конечном счете к ее разрыву.

В сфере функционирования кредиторской задолженности функция денег как средства платежа подразделяется на функцию средства срочного платежа и функцию средства просроченного платежа. Когда деньги используются как средство просроченного платежа, платеж производится с доплатой пени, т.е. в большей сумме, чем цена реализации. Это оправдано с той точки зрения, что определенное время кредиторская задолженность использовалась в хозяйственном обороте компании в качестве источника финансирования его деятельности, что подразумевает не только возвратность, но и платность.

Формой такого финансирования в первую очередь служит **коммерческий кредит**. Можно выделить следующие его виды. Коммерческие кредиты предоставляются компании поставщиками продукции (работ, услуг) в форме вексельного кредита, консигнации, фирменного кредита (с отсрочкой или рассрочкой платежа) или открытого счета, а покупателем поставщику – в форме аванса или предоплаты.

Коммерческий кредит в виде аванса или предоплаты обладает чертами как целевого, так и спонтанного финансирования. При спонтанном финансировании происходит откладывание исполнения обязательств на некоторый срок в силу различных обстоятельств: особенностей производственного цикла, специфики платежного оборота компании, потребности в снижении риска неплатежей. Таким образом, сторона, получающая аванс или предоплату, с одной стороны, отсрочивает выполнение своего обязательства, не являющегося возвратом полученных финансовых ресурсов (признак спонтанного финансирования), а с другой – одновременно привлекает в свой оборот «живые» деньги (признак целевого финансирования).

Коммерческий кредит для привлекающих его компаний имеет ряд преимуществ в сравнении с другими источниками формирования заемного капитала: тесная связь с объемами хозяйственной деятельности компании, что способствует формированию баланса между объемами финансирования и масштабами деятельности и сглаживанию сезонной потребности в иных формах привлечения заемных средств; отсутствие залога и жестких требований к показателям финансового состояния компании; значительно более низкая стоимость

привлекаемых финансовых средств; сокращение финансового цикла компании; более простой механизм оформления в сравнении с другими видами кредита.

В практике развитых стран со стабильной экономикой в качестве формы обеспечения возвратности кредита часто применяются факторинговые операции.

Устойчивым источником финансовых ресурсов компании также является внутренняя кредиторская задолженность, постоянно находящаяся в распоряжении (счета начислений). Это, прежде всего, задолженность по заработной плате, единому социальному налогу, связанному с фондом оплаты труда, резервы предстоящих платежей и др.

Образование данного вида задолженности вызвано тем, что между моментом поступления денежных средств, предназначенных для вышеперечисленных выплат, и фиксированным либо договором, либо законом днем выплаты имеется определенное количество дней, в течение которых денежные средства уже находятся в обороте компании и могут расходоваться до наступления сроков платежа по своему усмотрению.

Как форма заемного капитала, используемого в процессе своей хозяйственной деятельности, внутренняя кредиторская задолженность характеризуется следующими основными особенностями: еще более тесной связью с объемами деятельности и низкой оплатой даже по сравнению с коммерческим кредитом, что способствует снижению стоимости всего капитала. С ростом объема производства и реализации продукции возрастают расходы, начисляемые в составе внутренней кредиторской задолженности. Это, с одной стороны, обеспечивает гарантированный спонтанный источник финансирования. Чем выше относительный размер внутренней кредиторской задолженности, тем меньший объем средств (при прочих равных условиях) компании необходимо привлекать для финансирования своей текущей хозяйственной деятельности. Но с другой – данные средства не могут покрывать суммы дополнительного финансирования при увеличении производства и реализации продукции.

Внутренняя кредиторская задолженность является вместе с тем и постоянным источником, так как всегда присутствует у компании, и временным, поскольку финансовые ресурсы привлекаются на ограниченный, как правило, короткий срок. При этом размер внутренней кредиторской задолженности по отдельным ее видам зависит от пе-

риодичности выплат (погашения обязательств) начисленных средств, которая регулируется государственными нормативно-правовыми актами, условиями контрактов с хозяйственными партнерами и лишь незначительная их часть – внутренними нормативами самой компании. Это определяет низкий уровень регулируемости данного источника заемных средств в процессе управления финансовой структурой капитала компании.

Все виды кредиторской задолженности как кредитный инструмент имеют определенные ограничения в использовании, основными из которых являются: узкий характер использования финансовых средств; краткосрочный характер; повышенный кредитный риск для компании, предоставившей кредит, и дополнительная угроза банкротства для компании, привлекающей коммерческий кредит, при ухудшении конъюнктуры рынка реализации ее продукции.

3.2. УПРАВЛЕНИЕ СТРУКТУРОЙ КАПИТАЛА, ОСОБЕННОСТИ ЕЕ ОБОСНОВАНИЯ

Существует несколько определений структуры капитала:

1. Классическое определение – это комбинация ценных бумаг корпорации.

2. Уточненное определение – совокупность источников финансирования, которые использует данная корпорация.

Современная теория о структуре капитала берет начало со статьи Франко Модельяни и Мертона Миллера «Издержки по привлечению капитала, корпоративные финансы и теория инвестирования» (1958). Эти ученые доказали несколько теорем. Доказательство теорем Модельяни – Миллера (ММ) изложено в прил. 1.

Теорема ММ явилась первым шагом в сторону поиска оптимальной структуры капитала. ММ заложили основу, т.е. показали, что при выполнении определенного набора предположений структура капитала не оказывает влияния на его цену. Дальнейший поиск оптимальной структуры капитала заключался в критике теоремы ММ путем ослабления предположений (приближения их к реальной действительности).

Противоречия и расхождения с реальным рынком были заложены в следующих предположениях:

- 1) физические лица могут брать займы под ту же процентную ставку и в тех же объемах, что и корпорации;
- 2) использование безрисковой ставки доходности для займа и предоставления неограниченного объема денежных средств;
- 3) отсутствие издержек процедуры банкротства;
- 4) все участники фондового рынка имеют равный доступ ко всей существующей информации (отсутствие инсайдерской информации);
- 5) отсутствие агентских издержек;
- 6) отсутствие налоговой асимметрии.

В результате сорокалетней исследовательской деятельности были выдвинуты несколько моделей оптимальной структуры капитала:

1. Модели стационарного соотношения.
2. Модели асимметричной информации.
3. Модели агентских издержек.
4. Модели корпоративного контроля.
5. Модели стейкхолдеров.

Модели стационарного соотношения. Основными представителями данного направления являются Краус и Литценбергер, Скотт, Брэдли, Джаррелль и Ким. Эти исследователи вводят в анализ возможности банкротства (ослабляют предпосылку об отсутствии издержек банкротства) – ситуацию, когда корпорация не в состоянии удовлетворить требования кредиторов по принадлежащим им долговым обязательствам. Бремя издержек банкротства несут держатели долговых обязательств. Последние требуют премии за этот дополнительный риск. Доля прибыли, принадлежащая акционерам, сокращается. Следовательно, на стоимость корпорации оказывают влияние будущие прибыли, генерируемые активами, и издержки возможного банкротства корпорации.

$$V_l = V_u + \tau D_l - PV, \quad (28)$$

где PV – издержки банкротства.

В соответствии с теоремой стационарной взаимосвязи **оптимальная структура капитала** – это такая структура капитала, при которой приведенная стоимость налоговых щитов полностью покрывает приведенную стоимость ожидаемых издержек банкротства. То есть для максимизации текущей рыночной стоимости корпорация должна увеличивать свою долговую нагрузку до тех пор, пока при-

веденная стоимость налоговых щитов не станет равной приведенной стоимости ожидаемых издержек банкротства.

Модели асимметричной информации. В моделях асимметричной информации предполагается, что на рынке существуют значительные информационные асимметрии, а операторами, имеющими доступ к инсайдерской информации, являются менеджеры корпораций (особенно предположение о сильной форме информационной эффективности рынка капитала). Все модели оптимальной структуры капитала, построенные на информационных асимметриях, разделены на:

1) **инвестиционные модели** – структура капитала используется менеджерами для повышения эффективности финансирования инвестиционных проектов. Выбирая способ финансирования, менеджер ориентируется на относительную недооценку или переоценку ожидаемых потоков прибыли, которую совершают внешние инвесторы из-за существования информационной асимметрии;

2) **сигнальные модели** – структура капитала используется менеджерами в качестве информационного передатчика.

Основными разновидностями инвестиционных моделей являются: теория иерархии (Дональдсон), модель Майерса и Мэйлафа, модель Краспера, модель Нарайанана. Основными признаками корпорации, следующей теории иерархии, являются: стабильная дивидендная политика; выбор внутреннего финансирования как предпочтительного; иерархическая система выбора внешних источников (от наиболее безопасных к более рисковым); предпочтение долговых ценных бумаг перед долевыми.

Впервые теоретическая база для теории иерархии была предложена Майерсом и Мэйлафом. Суть модели: если менеджеры корпорации обладают инсайдерской информацией о том, что ценные бумаги недооценены, то всегда предпочтительнее эмитировать долговые инструменты. Если же и акции, и облигации переоценены рынком, компания должна эмитировать долевыми ценные бумаги. Однако инвестору знакома такая тактика компании, поэтому он не подпишется на ее акции. Следовательно, инвестор будет заставлять корпорацию следовать теории иерархии.

Модели агентских издержек. Агентские отношения – это контракт, в соответствии с которым один или несколько индивидуумов (принципал) нанимает другого индивидуума (агент) для осуществления некоторых услуг, которые сопряжены с делегированием права

контроля над собственностью агенту. Организационная форма ОАО порождает 2 типа агентских конфликтов: между менеджерами и акционерами и между акционерами и держателями долговых обязательств. При этом структура капитала может стать действенным механизмом решения агентских конфликтов. Поэтому с 1976 г. агентские издержки стали одним из наиболее популярных подходов к определению оптимальной структуры капитала. Основными моделями этого направления являются: модель Дженсена и Меклинга, модель Гроссмана и Харта, модель Харриса и Равива, модель Шульца, модель Даймонда, модель Хиршляйфера и Такора.

Первый тип конфликтов отражен в моделях Дженсена и Меклинга, Гроссмана и Харта, Харриса и Равива и модели Шульца.

Второй тип конфликтов представлен моделью Дженсена и Меклинга, где агентский конфликт заключается в стремлении акционеров сделать вложения в более рискованные активы, выгоды долговой нагрузки – во вложении в наиболее оптимальные проекты, при помощи займа на менее выгодных условиях, если существует угроза субоптимального инвестирования, а издержками долговой нагрузки являются так называемые издержки долгового финансирования.

В своей модели Дженсен и Меклинг определили оптимальную структуру капитала как такую структуру, при которой приведенные выгоды долговой нагрузки полностью покрываются приведенной стоимостью ожидаемых агентских издержек долговой нагрузки. В модели Харриса и Равива оптимальная структура капитала – это такая структура капитала, которая поддерживает разумный баланс между дисциплинирующими выгодами долговой нагрузки и информационными издержками, необходимыми для ее обслуживания. Оптимальная структура капитала в модели Шульца – это структура капитала, поддерживающая разумный баланс между выгодами долговой нагрузки, заключающимися в предотвращении растраты свободных потоков денежных средств на финансирование инвестиционных проектов, разрушающих стоимость компании, и издержками долговой нагрузки, заключающимися в нехватке ресурсов для финансирования имеющихся прибыльных проектов.

Модели корпоративного контроля. Модели корпоративного контроля используют структуру капитала как защиту от враждебного поглощения. Основными моделями корпоративного контроля являются классическая модель, модель Харриса и Равива, модель Шульца.

Классическая модель придерживается следующей аксиомы: чем выше отношение долга к собственному капиталу, тем выше вероятность враждебного поглощения. Оптимальной структурой капитала в пределах данной модели считается финансирование за счет собственных средств. Оптимальная структура капитала в модели Харриса и Равива – это структура, позволяющая менеджеру владеть оптимальной долей обыкновенных голосующих акций. Для модели Шульца оптимальной структурой капитала является структура, полученная путем наращивания долговой нагрузки до уровня, при котором максимизировалась бы стоимость акций, принадлежащих акционерам компании.

Модели стейкхолдеров. Предыдущие модели рассматривали корпорацию как комбинацию инвестиционных проектов, требующих финансовых ресурсов под свое финансирование. Модели стейкхолдеров рассматривают взаимодействие финансовых решений компании с большим количеством заинтересованных сторон. Стейкхолдеры – это владельцы подразумеваемого обязательства корпорации. К ним относятся: потребители, поставщики, работники организации, конкуренты, общественная среда. Наличие большого числа стейкхолдеров (их существенного влияния на корпорацию) в корне изменяет выводы теории иерархии (выводы Майерса и Мэйлафа) и сигнальных моделей. В моделях стейкхолдеров способом гарантирования подразумеваемых обязательств становится структура капитала корпорации. Модели стейкхолдеров рекомендуют не увеличивать долговую нагрузку, так как перспективы банкротства приводят к снижению стоимости подразумеваемых обязательств. Таким образом, оптимальной структурой капитала для компании с большим объемом организационного капитала является структура, сформированная за счет эмиссии обыкновенных голосующих акций и собственных крупных денежных резервов.

Модель обоснования структуры капитала корпорации – манипулятора. Манипулирование – это процесс искусственного изменения рыночных курсов ценных бумаг. В 1992 г. Аллен и Гэлл предложили выделять виды манипулирования: манипуляция, основанная на действиях; информационная манипуляция; торговая манипуляция. Манипуляция, основанная на действиях, – это манипуляция, связанная с проведением действий, которые изменяют реальную или оценочную стоимость активов корпорации. Информационная манипуляция – это манипуляция, связанная с распространением инсай-

дерской информации или ложных слухов, которые приводят к падению или росту стоимости корпорации. Торговая манипуляция – это манипуляция, связанная с проведением операций по покупке или продаже крупных пакетов ценных бумаг корпорации. Манипулятор – это крупный оператор фондового рынка, чьи операции оказывают влияние на уровень цен.

Стремясь максимизировать благосостояние акционеров, корпорация манипулирует рыночной ценой своих долевых бумаг, обращающихся на открытом фондовом рынке. Следовательно, любую компанию можно рассматривать как манипулятора, использующего действия информационного и торгового манипулирования.

Таким образом, **структура капитала** – удобный и гибкий инструмент манипулирования ценами обыкновенных акций. Следовательно, менеджмент компании не придерживается все время какой-либо одной модели оптимальной структуры капитала, а в каждый момент времени выбирает такую модель, которая бы приводила к максимальному росту цены обыкновенных голосующих акций, т.е. оптимальной может быть любая структура капитала (все рассматриваемые модели). Относительная оптимальность какой-либо структуры капитала зависит, прежде всего, от текущей ситуации, сложившейся на рынке капиталов, и возможностей по манипулированию ценами, которые она предоставляет. При этом если на фондовом рынке не существует возможностей манипулирования курсами ценных бумаг, то структура капитала перестает влиять на стоимость корпорации.

Недостатком данной концепции является тот факт, что она работает на предпосылке об отсутствии агентских издержек внутри корпорации, а их присутствие искажает картину манипуляционной деятельности.

Поведенческая теория структуры капитала:

- синхронистическая модель структуры капитала;
- структура капитала как информационный каскад.

Синхронистическая модель структуры капитала. Поведенческие теории структуры капитала основаны на иррациональности операторов фондового рынка. Рассматриваемые ранее теории предполагали, что оператор фондового рынка всегда рационален. Поведение рационального оператора заключается в принятии в расчет только реальной информации; предпочтении меньшего риска и большего благосостояния. Рациональных операторов фондового

рынка принято называть арбитражерами. Арбитражеры выступают гарантами справедливых цен, а процесс установления справедливой цены, рассмотренный при доказательстве теоремы ММ, называется арбитражем. Иррациональность операторов фондового рынка для рассматриваемой модели заключается в основном в двух характеристиках: чрезмерном оптимизме и самоуверенности; эвристике репрезентативности. Синхронистическая модель структуры капитала основана на модели шумовой торговли.

Таким образом, синхронистическая модель гласит, что оптимальная структура капитала возникает в процессе синхронизации рынка. Синхронизацией рынка называется процесс, в основе которого лежит правило: когда долевые ценные бумаги переоценены рынком, необходимо эмитировать их и продавать, а когда недооценены – использовать долговое финансирование, а временно свободные денежные средства направлять на выкуп долевых ценных бумаг (обыкновенных акций). Выводом теории становится утверждение, что структура капитала – это результат попыток менеджмента компании синхронизировать рынок. Структура капитала изменяется во времени так скоро, как скоро изменяется текущая рыночная стоимость **компании**.

Модель, рассматривающая структуру капитала как информационный каскад. Данная теория также была разработана на основе предположений о иррациональности операторов фондового рынка Бикхчандани, Хиршляйфером и Уэлчем в 1992 г. Информационный каскад – это ситуация, когда индивидуум наблюдает действия большого количества других людей и в точности имитирует их поведение. Теория утверждает, что, выбирая структуру капитала, менеджеры стремятся имитировать структуру капитала лидера своей отрасли.

Итогом рассмотрения множества теорий оптимальной структуры может стать вывод, что оптимальная структура капитала – это такая структура, которая устанавливает равновесие между риском и доходом и тем самым повышает цену акции компании при одновременном снижении стоимости капитала.

Ключевыми критериями оптимизации могут быть:

- 1) приемлемый уровень доходности и риска в финансово-хозяйственной деятельности предприятия;
- 2) минимизация средневзвешенной стоимости капитала;
- 3) максимизация рыночной стоимости компании.

Целевая структура капитала. Выше была рассмотрена оптимальная структура капитала. Оптимальная структура капитала – это сложившаяся структура, удовлетворяющая определенному выбранному критерию оптимальности. При этом если данная сложившаяся структура удовлетворяет стратегическим целям, то такая структура капитала будет одновременно являться целевой и все финансовые решения должны быть направлены на ее сохранение. В противном случае формируется новая целевая структура капитала на предприятии. При ее формировании также необходимо стремиться к достижению оптимальности.

Таким образом, если **структура капитала является целевой – это значит, что веса компонентов капитала равны целевым весам, которые выбирают менеджеры конкретной компании для реализации определенных целей (для реализации конкретного инвестиционного проекта на предприятии).**

При формировании целевой структуры капитала необходимо помнить, что существуют условия, ограничивающие возможности привлечения как собственного, так и заемного капитала. В отношении собственного капитала ограничительными условиями выступают наличие и достаточность чистой прибыли, а также доля чистой прибыли, которая согласно решению собственников направляется на выплату дивидендов. Возможности привлечения заемного капитала ограничивает финансовый риск, связанный с необходимостью обслуживания долговых обязательств вне зависимости от результатов деятельности предприятия. Следовательно, при формировании целевой структуры капитала необходимо использовать понятие предельной цены капитала, что дает возможность оценить, как привлечение каждого дополнительного рубля финансирования скажется на его общей стоимости. МСС (Marginal cost of capital) выражает те расходы, которые компания вынуждена будет понести для воспроизводства требуемой структуры капитала при сложившихся условиях финансового рынка. Расчет МСС осуществляется по формуле

$$MCC = \frac{\Delta WACC}{\Delta C}, \quad (29)$$

где C – капитал.

Таким образом, предельные издержки капитала увеличиваются с ростом объема нового капитала. Предельные издержки капитала

можно также определить как разницу между средней и текущей доходностью.

Графически и предельные (МСС), и средние (АСС) издержки представлены дискретными интервалами. Первоначально предельные и средние издержки равны, но предельные издержки возрастают дискретными скачками, а средние растут с отставанием. Каждый интервал предельных издержек представляет собой часть финансовых ресурсов, в которой компоненты капитала представлены пропорционально своему весу в оптимальной (целевой) структуре капитала. В данном случае точнее говорить о WACC как о средневзвешенных предельных издержках каждого интервала.

WACC – это не средняя цена всех источников, привлеченных фирмой в прошлом, равно как и не средняя цена источников, которые фирма намерена привлечь в текущем году. WACC – средневзвешенная цена каждой новой дополнительной условной единицы прироста капитала. Если компания имеет оптимальную структуру капитала, в которой $z\%$ заемного капитала и $s\%$ – собственного, то это значит, что каждая новая привлеченная условная денежная единица должна на $z\%$ состоять из заемного капитала и на $s\%$ из собственного. При этом ее цена будет равна WACC. Таким образом, установлено, что для сохранения определенной цены и структуры капитала необходимо, чтобы каждая новая привлекаемая денежная единица состояла из $z\%$ заемного капитала и $s\%$ собственного (нераспределенная прибыль).

Определим точку перелома, т.е. точку, после которой происходит рост цены капитала юридического лица. Обозначим за Y точку перелома, т.е. максимально возможную для привлечения сумму при сохранении цены капитала. Согласно внутренним документам компания имеет установленную максимально возможную норму реинвестирования прибыли. Тогда

$$\text{Нераспределенная прибыль} = s \times Y, \quad \text{т.е.} \quad Y = \frac{\text{Нераспределенная прибыль}}{s}. \quad (30)$$

Следовательно, в случае если для реализации инвестиционного проекта требуется некоторая условная сумма $I < Y$ (точка перелома), то это приведет к тому, что проект будет профинансирован без изменения структуры капитала. При этом финансирование из собственных источников будет ограничено размером нераспределенной

прибыли. Это связано с тем, что издержки на эмиссию обыкновенных акций приведут к росту цены собственного источника. Финансирование из заемных источников будет произведено на сумму, представляющую собой разницу между условной стоимостью проекта I и нераспределенной прибылью компании пропорционально структуре обязательств. Если для реализации инвестиционного проекта требуется некоторая условная сумма $I > Y$ (точка перелома) – это приведет к росту цены капитала и изменению его структуры. В данном случае изменения в структуре капитала могут произойти как за счет изменения удельного веса отдельного источника, так и за счет совместного влияния изменения веса и цены этого источника. В том случае, если целью является финансирование некоторого инвестиционного проекта, предельная цена капитала (МСС) будет рассчитываться на основе прогнозных значений расходов, которые организация вынуждена будет понести для воспроизводства требуемой структуры капитала при сложившихся условиях.

Алгоритм нахождения целевой структуры капитала для данного проекта может быть сформулирован следующим образом:

- 1) определяются существующая структура капитала и его цена;
- 2) определяется рассматриваемый инвестиционный проект;
- 3) определяются максимально возможные суммы привлечения капитала по источникам для финансирования данного проекта рассматриваемым юридическим лицом;
- 4) анализируются возможные комбинации структуры капитала с использованием различных новых источников финансирования;
- 5) выбирается вариант структуры с наименьшим WACC.

3.3. МЕТОДИКА РАСЧЕТА СРЕДНЕВЗВЕШЕННОЙ ЦЕНЫ КАПИТАЛА

Следует различать **цену капитала и цену предприятия.**

Цена предприятия – рыночная стоимость всех акций данного предприятия, которые котируются на рынке.

Вообще существует множество подходов к иному определению цены (стоимость) предприятия. Стоимость предприятия можно определить по:

- рыночной стоимости предприятия, если оно продается целиком как действующее предприятие или как имущественный комплекс ($V1$);
- рыночной стоимости активов предприятия, если они продаются в отдельности ($V2$);
- рыночной цене акций, размещенных на рынке ($V3$).

В самом общем случае эти величины не совпадают. Как правило,

$$V1 > V2 > V3. \quad (31)$$

Цена капитала – сумма, которую следует заплатить за пользование финансовыми ресурсами.

Предметом исследования в данном материале является именно цена капитала. Цена капитала определяется как средневзвешенная величина (сумма произведений цены данного вида капитала и его доли в общей сумме капитала). Цена капитала выражает, сколько следует заплатить за привлечение определенной суммы капитала. Цена капитала используется как индикатор принятия финансовых решений в общей инвестиционной политике и для оценки рыночной стоимости предприятия.

В узком смысле стоимость капитала рассматривается как цена, которую предприятие платит за привлечение капитала из разных источников.

В широком смысле стоимость капитала представляет собой размер финансовой ответственности, взятой на себя предприятием за использование собственного и заемного капитала в своей деятельности.

С экономической точки зрения стоимость капитала является одновременно оценкой альтернативных издержек. Стоимость капитала выражается его доходностью, необходимой для различных типов финансирования предприятия. Общая стоимость капитала определяется как средняя взвешенная величина индивидуальных стоимостей отдельных его элементов. Расчет общей стоимости капитала преследует следующие цели:

1. Выбор инвестиционного проекта. При выборе инвестиционных проектов необходимо рассматривать компанию как единую систему, которая будет существовать неопределенно долгий промежуток времени, таким образом, инвестиционные проекты финансируются из общего «финансового котла». Финансирование за счет от-

дельного компонента приводит к принятию неоптимальных инвестиционных решений и снижению стоимости компании, так как в отдельный момент времени может быть исчерпан потенциал финансирования данного компонента. Данный подход используется как критериальный в процессе осуществления реального инвестирования.

2. Выражает удельные затраты по привлечению и обслуживанию финансовых ресурсов, т.е. цену, которая платится за мобилизацию капитала.

3. Измеритель доходности текущей деятельности. Стоимость капитала определяется текущей доходностью по инвестированию, ожидаемой инфляцией и премией за риск.

4. Применяется как норма процентной ставки в процессе наращивания или дисконтирования величины денежных потоков по всем видам деятельности предприятия.

5. При выборе оптимальной структуры капитала.

6. При определении дивидендной политики.

7. Для выбора типов политики финансирования оборотных активов.

8. Выступает критерием для измерения эффективности финансовых инвестиций.

Важное правило: стоимость капитала определяется не тем, по какой цене он достался компании, а тем, как он используется. Таким образом, качество использования капитала и возможное его дополнительное привлечение могут быть определены только рынком, поэтому правильнее определять рыночную стоимость капитала. И только в случае невозможности последнего допустимо применять балансовую оценку с некоторой долей условности.

Капитал представлен на предприятии собственной и заемной частями. Ранее уже были проанализированы основные источники финансирования предприятия. Деление капитала на собственный и заемный отражено в табл. 12.

Уставный капитал – это стоимостное отражение совокупного вклада учредителей (собственников) в имущество предприятия при его создании. В соответствии с ГК РФ уставом обладают акционерные общества (акционерный капитал) и другие коммерческие организации (ООО, ОДО). Уставный капитал общества определяет минимальный размер имущества общества, гарантирующего интересы его кредиторов.

Таблица 12

Форма представления финансового капитала

Вид капита- ла	Состав	Признак формирова- ния
Собственный	Уставный или акционерный капитал	Платность
	Добавочный капитал	
	Резервный капитал	
	Собственные акции (паи), выкупленные у их владельцев для последующего аннулирования или продажи (со знаком «минус»)	
	Нераспределенная прибыль	
Заемный	Кредит (долгосрочный, краткосрочный)	Платность, возвратность, срочность
	Кредиторская задолженность	
	Задолженность перед бюджетом и внебюджет- ными фондами	
	Коммерческий кредит (векселя)	
	Эмиссия долговых ценных бумаг (обеспеченная, необеспеченная)	

Согласно ст. 25 ФЗ 208-ФЗ «Об акционерных обществах» уставный капитал общества состоит из номинальной стоимости акций общества, приобретенных акционерами. Уставный капитал может быть уменьшен путем понижения номинальной стоимости или сокращения общего количества акций, в том числе приобретения их части руководством общества для последующего их погашения или перепродажи. Если общество не сможет реализовать их в установленные сроки, то общим собранием акционеров должно быть принято решение о понижении уставного капитала. Общая сумма средств, направленных обществом на выкуп акций, не может превышать 10% стоимости чистых активов на дату принятия решения, которое дало акционерам право требовать выкупа принадлежащих им акций.

Добавочный капитал – является составляющей собственного капитала и объединяет группу разнородных элементов: суммы от дооценки внеоборотных активов предприятия, эмиссионный доход акционерного общества, суммы источников финансирования в виде бюджетных ассигнований или аналогичных средств, которые до мо-

мента ввода в эксплуатацию объекта основных средств переводятся на увеличение добавочного капитала.

Резервный капитал – имеет целевое назначение. В условиях рыночной экономики резервный капитал выступает в качестве страхового фонда, создаваемого для целей возмещения убытков и обеспечения защиты интересов третьих лиц (погашение облигаций, выкуп акций).

Нераспределенная прибыль – представляет собой часть капитала держателей остаточных прав (собственников), аккумулирующую не выплаченную в виде дивидендов прибыль, которая является внутренним источником финансовых средств долговременного характера. По экономическому содержанию нераспределенную прибыль можно отнести к свободному резерву. Реинвестирование прибыли, а не выпуск новых акций может быть полезным способом увеличения капитала, так как отсутствуют эмиссионные затраты и получаемая прибыль является известной. При выпуске новых акций наблюдается размывание контроля, от которого страдают существующие акционеры. При превращении прибыли в капитал есть основание полагать, что бизнес будет расширяться и в результате этого стоимость акций возрастет.

Структура собственного капитала в каждой компании индивидуальна, она связана со спецификой ее деятельности, стадией жизненного цикла.

Заемный капитал. При использовании заемного капитала обычно между кредитором и компанией заключается контракт (договор), в котором четко определяются процентные ставки и даты выплаты процентов и возврата основной суммы. Основной риск, с которым сталкиваются при привлечении заемного капитала, заключается в риске дефолта, т.е. в том, что бизнес не сможет выплатить проценты и вернуть заемный капитал. Заемный капитал бывает долгосрочным и краткосрочным. Основными представителями источников долгосрочного заемного капитала являются облигации и долгосрочный кредит. К краткосрочному же относятся краткосрочные облигации, вексель, краткосрочный кредит, а также кредиторская задолженность.

Кредит – это форма взаимоотношения двух субъектов, в соответствии с которой возникает право требования у одного из них и обязательство у другого.

Банковский кредит – это экономическая категория, представляющая собой форму взаимодействия двух субъектов, при которой кредитором является банк и в пределах которой происходит продажа ссудных денежных средств на условиях платности, возвратности и срочности. В зависимости от степени срочности кредиты делятся на долгосрочные и краткосрочные. Для банка важно, чтобы денежный поток компании покрывал размер ее долговых обязательств, был стабильным и относительно легко прогнозируемым. Кредит банка – это некотируемый рыночный долг. Он размещается частным образом и обращается на рынке капиталов. Поэтому возникают сложности с оценкой его рыночной стоимости. Если ставка процента плавающая, то она все время подстраивается под требуемый уровень доходности на финансовом рынке. Следовательно, рыночная величина такого долга равна его балансовой сумме, а стоимость долга – текущему значению плавающей ставки. Если ставка по долгу фиксирована, то его рыночная стоимость может быть определена только в том случае, когда существует аналогичный по условиям, срокам и кредитному рейтингу котируемый на рынке долг.

Краткосрочным долгом, как правило, является просроченная кредиторская задолженность, задолженность перед бюджетом и внебюджетными фондами. Если данная задолженность не связана с нарушением договоров или законодательства, то такая кредиторская задолженность бесплатная и не учитывается при расчете цены капитала. Наиболее распространенным краткосрочным источником является задолженность перед поставщиками товаров и услуг. Кредиторская задолженность считается самым дешевым источником, так как не происходит индексации за исключением случаев, по которым получено решение суда.

Облигационный займ. Заимствования через выпуск и размещение облигаций. Виды облигаций и особенности их влияния на положение предприятия были рассмотрены выше.

Цена капитала зависит от масштабов финансирования. По мере увеличения потребности в финансировании цена капитала возрастает, что связано с изменением стоимости собственного и заемного капитала.

Капитал складывается из компонентов, которые можно объединить в две основные группы: собственный капитал и заемный капитал. Процесс определения общей цены капитала можно разбить на несколько этапов.

1-й этап. Определение цены отдельных источников капитала.

Цена заемного капитала – сумма процентов, уплаченных за кредит или облигационный займ и связанных с ними затрат, стоимость кредиторской задолженности, которая представляет собой сумму штрафных санкций за кредиторскую задолженность, не погашенную в срок не более трех месяцев или в срок, определенный договором.

Цена собственного капитала – сумма дивидендов по акциям для акционерного капитала и сумма прибыли, выплаченная по паевым вкладам и связанным с ними расходам.

Общим правилом расчета является сопоставимость показателей, характеризующих цену собственного и заемного капитала, если используются средние величины при определении цены заемного капитала, то они также должны использоваться и при опережении цены собственного.

2-й этап. Определение удельного веса каждого источника в общей структуре капитала. Для определения доли каждого источника используется структурный анализ по видам используемого капитала.

3-й этап. Определение общей цены капитала по формуле средней арифметической взвешенной:

$$WACC = \sum_{i=1}^n K_i \times d_i, \quad (32)$$

где K_i – цена i -го источника финансирования; d_i – удельный вес i -го источника в структуре пассива.

Уравнение можно расширить за счет включения других ценных бумаг, влияющих на стоимость капитала, – варрантов, опционов. Однако в большинстве случаев с помощью указанного уравнения оцениваются только долговременные постоянные источники капитала. Для расчета цены капитала возможно обобщенное представление данных (табл. 13).

Смысл вычисления средневзвешенной стоимости капитала состоит в том, что, осуществляя выбор инвестиционных проектов, необходимо рассматривать компанию как устойчивое единство, которое будет продолжать операции неопределенно долгое время. Следовательно, невозможно рассматривать компоненты капитала изолированно друг от друга, поскольку большая часть инвестиционных

проектов финансируется не за счет отдельного инвестиционного проекта, а из финансового котла.

Таблица 13

Определение цены капитала

Вид капитала	Сумма капитала	Цена капитала	Цена капитала, скорректированная с учетом налогообложения для заемных источников K	Удельный вес отдельного источника в общей сумме S	$K \times S$
					WACC=

Основные ограничения применения подхода средневзвешенной цены капитала. Основной поток критики этого метода направлен на тот факт, что WACC недостаточно учитывает фактор риска при принятии инвестиционного решения. На практике инвестиционные альтернативы имеют различные уровни риска, поэтому высказываются мнения, что стоимость капитала для каждого проекта должна корректироваться. Таким образом, средневзвешенная стоимость капитала уместна только тогда, когда предполагается, что инвестиционный проект будет иметь тот же уровень риска, что и уже существующие инвестиции, или проект достаточно мал и, следовательно, не окажет существенного влияния на общий уровень риска бизнеса.

Другим весомым недостатком метода являются динамичность структуры капитала и относительное понимание ее оптимальности. Изменения структуры неизбежно ведут к изменению пропорций отдельных элементов капитала, т.е. возможно изменение стоимости этих элементов.

3.3.1. Расчет цены собственных источников капитала

Собственный капитал организации имеет стоимость, которая определяется упущенной выгодой от вложения средств вне ее пределов, т.е. стоимость собственно капитала рассматривается с точки зрения

альтернативных вариантов размещения средств или упущенной выгоды. Акционер, предоставляя капитал, упускает иные возможности получения дохода от вложения имеющихся у него средств.

Определение цены собственного капитала является одной из наиболее сложных и дискуссионных тем. Различные ученые выделяют те или иные подходы к определению стоимости собственного капитала.

Э. Хелферт использует метод дивидендов, метод доходов, метод оценки риска, основанный на определении цены капитальных активов. Дж. Ван Хорн выделяет два подхода: модель дисконтирования дивидендов и модель оценки капитальных активов (CAMP). Ю. Бригхем и Л. Гапенски различают следующие методы: модель оценки доходности финансовых активов (CAMP), модель дисконтирования денежного потока, «метод доходности облигаций плюс премия за риск».

В данном учебнике рассматриваются следующие методы для определения стоимости собственного капитала:

- метод средней и текущей доходности;
- модели дисконтирования денежного потока (модель DDM и модель Гордона – DGM);
- модель оценки капитальных активов (CAMP – Capital Asset Pricing Model).

Оценка стоимости собственного капитала, полученная на базе различных моделей, дает разные результаты. Это происходит в силу различной природы моделей и предпосылок, положенных в их основу. Сопоставим наиболее популярные модели оценки стоимости собственного капитала (табл. 14).

Таблица 14

Сопоставление моделей оценки собственного капитала

Признак	DGM	CAMP
Характер модели	Позитивная	Нормативная
Основание модели	Фактические ожидаемые оценки дивиденда и его роста	Среднерыночные требования по отношению к инвестициям данного уровня
Используемый для расчета временной интервал	Дисконтирование дивидендов на бесконечно длительный период времени	Текущие требования рынка на 1 временной интервал
Степень точности	Условная, так как темп прироста дивиденда носит условный характер	Точная

Отсюда делаем вывод, что выбор между этими моделями в каждом конкретном случае зависит от сложившейся ситуации и степени профессионализма менеджера. При этом выборе конкретной модели должно предшествовать определение цели анализа, а также обоснование концептуального подхода к определению стоимости собственного капитала (обыкновенных акций).

Модель оценки капитальных активов

CAMP – Capital Asset Pricing Model

Модель CAMP была разработана американскими экономистами У. Шарпом, Литнером, Моссином и предназначалась главным образом для оценки влияния отдельных инвестиций в ценные бумаги на риск и доходность их портфеля для инвестора, способного с помощью диверсификации избавиться от несистематического риска и получить определенный уровень доходности как вознаграждение за принятый систематический риск. Однако при этом CAMP дает возможность оценить ставку дисконтирования инвестиционного проекта, базируясь на его систематическом риске, т.е. может быть использована для определения требуемой доходности (или стоимости собственного капитала) по анализируемым инвестиционным проектам (табл. 15).

Таблица 15

Допущения модели CAMP

1. Инвесторы владеют хорошо диверсифицированными портфелями (не принимается во внимание несистематический риск)
2. Инвесторы стараются избегать риска
3. Модель рассчитана на один период, так как предполагается, что инвесторы стремятся максимизировать богатство на конец каждого периода
4. У инвесторов одинаковые представления о доходности и рискованности активов
5. Объем каждого актива ограничен
6. Использует равновесную модель совершенного рынка капитала (игнорируются налогообложение, агентские издержки, транзакционные издержки, различие ставок по кредитам и депозитам)
7. Основана на предположении о равенстве среднерыночной доходности и доходности биржевого индекса
8. Доходность долгосрочных дисконтных государственных ценных бумаг является безрисковой

Согласно модели стоимости долгосрочных капитальных вложений ожидания инвесторов складываются под воздействием двух факторов: степени инвестиционного риска, присущего приобретенным акциям; цены за риск, определенной в процентах от ожидаемой доходности. Риск вложения заключается в вероятности получения доходности ниже ожидаемой. Таким образом, мерой инвестиционного риска является вариация доходности. Общая динамика акции складывается под воздействием общеэкономических и специфических тенденций (отраслевые, присущие конкретному проекту и др.).

Систематический (недиверсифицируемый) риск – это вариация, обусловленная общеэкономическими колебаниями, если же вариация является результатом влияния специфических факторов, появляется несистематический (диверсифицируемый) риск. Систематический риск каждой отдельной ценной бумаги отличен от среднерыночного. Для оценки степени систематического риска в модели был введен параметр β (бета-фактор). Он измеряет вклад актива в портфельный риск, а значит, и рискованность актива относительно рынка в целом. В целом рынок характеризуется значением $\beta=1$, $\beta=0$ – безрисковые вложения. Если $\beta<1$, то ценная бумага имеет меньший систематический риск, чем рынок, в случае $\beta>1$ – больший.

Если ценная бумага имеет рыночную котировку, то расчет бета-фактора основан на сопоставлении динамики биржевого индекса и динамики конкретной акции.

Для инвестиционных проектов (ценных бумаг), не котируемых на рынке, β принимается на основе среднеотраслевых данных по компаниям-аналогам, имеющим котировку на рынке и занимающимся сходным видом деятельности.

Таким образом, модель САМР определяет зависимость требуемого уровня доходности от систематического риска, выражаемого параметром β .

Зависимость требуемого уровня доходности от систематического риска является линейной (с ростом β растут и требования к доходности):

$$R = R_f + \beta \times (R_m - R_f), \quad (33)$$

где R – требуемая доходность или стоимость собственного капитала; R_f – ставка доходности по безрисковым вложениям; R_m – ожидаемая среднерыночная доходность (доходность биржевого индекса).

Если инвестиция является безрисковой ($\beta=0$), то ставка требуемой доходности R будет равна безрисковой ставке R_f , а если инвестиция имеет такой же риск, как и рынок в целом, то ставка требуемой доходности примет значение ожидаемой доходности по рынку в целом – R_m (ожидаемая доходность безрискового индекса). Составляющая $(R_m - R_f)$ – рыночная премия (представляет собой корректировку на риск по доходности вложений, свободных от риска). Следует различать рыночную премию за риск и премию за риск по конкретному активу. Премия за риск по конкретному активу определяется путем умножения рыночной премии за риск на коэффициент β .

На значение коэффициента β компании могут влиять обремененность долговыми обязательствами (рычаговая β) и другие финансовые переменные, в том числе скорость роста (рост совокупных активов компании или рост продаж), учетная «бета» (измеряется на основе показателя прибыли на акцию (ESP)) и дисперсия прибыли от продаж.

Таким образом, метод CAMP аппроксимирует ожидания акционеров в отношении доходности путем прибавления к безрисковой ставке доходности премии за риск. Использование метода позволяет получить доходность конкретной акции, сопоставленную со средней ее величиной, характерной для фондового рынка, а также учесть особенности влияния структуры капитала (финансовых рисков) на искомый результат.

Использование модели в российских условиях осложнено поиском безрисковой ставки, уровня доходности рыночного портфеля, неэффективностью российского рынка.

Метод средней доходности

Оценка средней доходности является фундаментальным методом издержек на привлечение капитала, в котором используется норма доходности активов (ROA – return on asset).

$$K = \frac{\bar{x}}{V}, \quad (34)$$

где \bar{x} – средняя ожидаемая будущая доходность; V – рыночная стоимость компании; K – стоимость капитала компании.

Основной недостаток метода – темп роста доходности не используется при определении величины издержек привлечения капитала.

Метод текущей доходности

Данный метод позволил скорректировать недостатки метода средней доходности:

$$K = \frac{ESP}{P}, \quad (35)$$

где ESP – текущая прибыль на акцию; P – текущий курс акций.

В условиях неопределенности к предельной стоимости капитала, рассчитанной по методу текущей доходности, нужно добавить премию за риск.

Следующая группа моделей оценки обыкновенных акций предполагает, что держатель акций получает доход из двух источников: дивидендные платежи и доход от изменения цены акций. В моделях данного типа через D_0, D_1, \dots обозначены последовательные годовые выплаты дивидендов, а через P_0, P_1, \dots – цена одной акции на конец соответствующего года. Покупатели обыкновенных акций подвержены ряду рисков. Требуемая инвесторами доходность по обыкновенным акциям (k) отражает все возможные риски.

Метод дисконтированного денежного потока

В соответствии с дивидендным подходом к определению стоимости собственного капитала цена собственного капитала определяется текущей стоимостью дивидендов, которые акционеры либо получают, либо ожидают получить от предприятия, а также ожидаемыми изменениями курсовой стоимости акций. Данный подход рассматривает выплаты дивидендов как плату за собственный капитал.

В условиях данной модели (DDM) под стоимостью собственного капитала понимается ставка дисконта или ожидаемая доходность, которая обеспечивает эквивалентность дисконтированной стоимости ожидаемых в будущем дивидендов, приходящихся на одну обыкновенную акцию, и текущей рыночной стоимости акций. Если сделать предположение о том, что величина дивидендов остается неизменной в течение всего периода существования предприятия и n неопределенно велико, то в этом случае поток дивидендов представляет собой вечную ренту, современная величина которой равна $\frac{1}{k}$:

$$P = \frac{D_t}{k}, \text{ следовательно, } k = \frac{D_t}{P}, \quad (36)$$

где P – текущий курс акции; D_t – дивиденды следующего периода; k – норма капитализации, соответствующая требуемой доходности.

Инвесторы не могут знать, какими будут дивиденды в будущем, поэтому действительная рыночная цена будет зависеть от предположений о дивидендах.

Модель Гордона – DGM

В условиях реального рынка метод дисконтирования денежного потока слабо применим, так как дивиденд растет от периода к периоду с определенным темпом, следовательно, необходимо оценить все будущие дивидендные выплаты. В теории финансового менеджмента оптимальным для стабильных компаний считается рост дивиденда по акциям, численно равный росту цен, т.е. инфляции.

Если предположить, что существует некоторый постоянный темп прироста дивиденда на акцию в единицу времени (g), то взамен методу дисконтирования денежных потоков получаем модель Гордона. В модели Гордона предполагается, что величина дивидендных выплат на акцию растет со скоростью, меньшей, чем уровень капитализации.

Таким образом, в модели Гордона дивиденды t -го года будут равны

$$D_t = D_0 \times (1 + g)^t,$$

стоимость акции представлена следующей формулой:

$$P = \frac{D_1}{g - k}, \text{ т.е. } k = \frac{D}{P} + g, \quad (37)$$

где g – темп роста дивиденда; D – дивиденд на акцию, ожидаемый на начало следующего периода; k – норма капитализации, стоимость капитала; P – текущий курс акций; $\frac{D}{P}$ – текущая доходность.

В соответствии с моделью Гордона ставка дисконтирования будущих поступлений – это ставка дохода, получаемая владельцами акций. Требуемую инвесторами ставку дохода (доходность) называют **уровнем рыночной капитализации (market capitalization rate)**.

При этом чем больше неопределенность поступлений денежных средств или будущего темпа роста дивидендов, тем выше должна быть требуемая норма доходности.

Основная проблема модели Гордона заключается в сложности оценки скорости роста ожидаемого дивиденда на акцию. Существует несколько основных методов оценки скорости роста ожидаемого дивиденда или доходов:

- 1) метод исторического темпа прироста;
- 2) модель оценки прироста реинвестируемой прибыли (основана на предположении, что выплаты дивидендов растут теми же темпами, что и собственный капитал компании);
- 3) метод суммирования с наращением оценок скорости (compound sum method of growth rate estimation).

Цена привилегированных акций, обращающихся на открытом рынке, определяется по формуле

$$K = \frac{Dn}{R} \times 100\%, \quad (38)$$

где Dn – величина дивиденда на привилегированную акцию; R – курс акций.

Цена привилегированных акций, не обращающихся на открытом рынке:

$$K = \frac{Dn}{N} \times 100\%, \quad (39)$$

где N – номинал привилегированной акции.

При этом если дивиденды по обыкновенным акциям не выплачиваются, то цена данного источника равна 0, а стоимость всего уставного капитала равна ставке дивиденда по привилегированным акциям.

Нераспределенная прибыль хоть и является свободным резервом, как уже было сказано, но это не значит, что она является бесплатным источником. Нераспределенная прибыль, доступная акционерам, может быть выплачена в виде дивидендов или реинвестирована в производство. В случае реинвестирования у акционеров появляются вмененные потери, так как они могли бы получить дивиденды или вложить эти средства. Следовательно, компания должна зарабатывать на нераспределенной прибыли по крайней мере столько же, сколько могут заработать акционеры на альтернативных инве-

стициях с сопоставимым риском. Краткая характеристика определения цены собственного капитала представлена в прил 2.

3.3.2. Цена заемных источников капитала

Цена заемного капитала складывается из относительных затрат по использованию облигационного займа, краткосрочных и долгосрочных кредитов, кредиторской задолженности, задолженности перед бюджетом и внебюджетными фондами и вексельного долга. При этом существуют различные точки зрения об учете стоимости краткосрочного долга при оценке стоимости капитала предприятия. Это связано с тем, каким образом предполагается определять рабочий (оборотный) капитал при обосновании инвестиционных решений компании.

1. Оборотный капитал определяется как сумма денежных средств, дебиторской задолженности и запасов за минусом кредиторской задолженности и краткосрочного кредита (до 12 мес), т.е. представляет собой разницу между текущими активами и всеми краткосрочными обязательствами. Следовательно, из капитала компании при определении его стоимости необходимо исключать кредиторскую задолженность и краткосрочный кредит.

2. Второй подход полагает, что при анализе стоимости капитала компании нельзя использовать какой-либо источник ее финансирования, если он носит платный характер. При этом кредиторская задолженность не капитализируется вследствие ее чрезмерной краткосрочности. Данный подход имеет популярность за рубежом, где источником капитала является лишь сумма задолженности, номинированная векселем.

3. При третьем подходе предполагается, что источником капитала корпорации являются все краткосрочные пассивы.

В современных условиях целесообразно придерживаться третьего подхода, так как для России характерна проблема неплатежей, и игнорировать такой источник, как кредиторская задолженность, неразумно, хотя, используя метод расчета средневзвешенной по видам краткосрочных обязательств, можно довольно точно определить цену текущих обязательств.

Цена любого источника заемного капитала определяется как отношение суммы выплат по всем видам финансовых ресурсов (расхо-

ды по привлечению и обслуживанию займа) к абсолютной величине этих ресурсов, выраженной в процентах.

Цена капитала, полученного через выпуск облигаций, может быть рассчитана двумя способами. Первый способ определяется как отношение суммы выплат к величине ресурсов. Для купонной облигации:

$$K = \frac{C_k \times N \times q + 3}{N \times q}, \quad (40)$$

$$K = \frac{(C_k \times N \times q) \times (1 - T) + 3}{N \times q}, \quad (41)$$

где C_k – купонная ставка, %; N – номинал облигации; q – размер облигационного займа; 3 – сумма затрат, связанных с размещением облигационного займа.

Формулы (40), (41) указаны с учетом налогового корректора.

Для облигаций, размещенных по цене, отличной от номинала,

$$K = \frac{C_k \times N \times q + d \times N \times q + 3}{N \times q - d \times N \times q}, \quad (42)$$

$$K = \frac{(C_k \times N \times q) \times (1 - T) + d \times N \times q + 3}{N \times q - d \times N \times q}, \quad (43)$$

где d – дисконт, %.

Для бескупонных облигаций

$$K = \frac{d \times N \times q + 3}{N \times q - d \times N \times q}. \quad (44)$$

Также цена облигации рассчитывается и принимается в сделках на уровне дисконтируемой суммы всех поступлений от нее в последующее время. Дисконтированный поток, связанный с приобретением и владением обыкновенной купонной облигацией, состоит из:

- потока, связанного с выплатой цены облигации при ее покупке;
- аннуитета, состоящего из выплат купонного дохода держателей облигации;
- разового платежа в момент погашения.

$$PV = Ck \times N \times q \times An, \kappa + \frac{N \times q}{(1 + \kappa)^n}, \quad (45)$$

где $An, \kappa = \frac{1 - (1 + \kappa)^{-n}}{\kappa}$; PV – приведенная стоимость (цена облигации).

Цена дисконтной облигации равна приведенной сумме погасительного платежа:

$$PV = \frac{N \times q}{(1 + \kappa)^n}. \quad (46)$$

Чтобы определить рыночную стоимость капитала, необходимо найти внутреннюю ставку доходности (IRR) для денежного потока по рассматриваемой облигации.

Определение цены источника **«конвертируемая облигация»** будет зависеть от реализации инвестором своего права конверсии по истечении срока облигационного займа. Порядок определения цены капитала в этом случае определен тремя шагами:

1) с помощью какой-либо заслуживающей доверия модели курса акций определяют, какова будет рыночная стоимость паритетного количества акций, когда наступит срок погашения конвертируемой облигации;

2) на основании этого делают вывод, станет ли инвестор погашать облигацию или обменивает ее на паритетное количество акций (конверсия будет проведена, если рыночная стоимость акций будет больше, чем сумма, выплаченная при погашении облигации);

3) в зависимости от этого устанавливают денежные потоки и находят стоимость капитала (IRR).

Ценой капитала за пользование заемными средствами кредитно-финансовых учреждений (долгосрочный и краткосрочный кредиты банка) является ставка процента.

Помимо процентной ставки, банк требует комиссионное вознаграждение, гарантированные обязательства третьих лиц, предоставляемые на платной основе, и другие расходы, которые не отражаются в величине процентной ставки. В том случае, если эти расходы представляют собой существенную величину по отношению к объему привлекаемого капитала, то при определении цены капитала их также следует учитывать (табл. 16).

Таблица 16

Определение цены банковского кредита

Источник	Формула	Корректировка с учетом налогообложения	Комментарии	Обозначение
Банковский кредит	P	Если % ставка по кредиту выше 1,1 ставки рефинансирования (Ст. 269 НК) до 2008 г., с 2010 г. – 2 $K = (P - 1,1X) + 1,1X \times (1 - T)$	Необходимо учитывать фактор времени: если срок кредита меньше года, то годовая ставка должна быть скорректирована с учетом фактора времени	P – средняя ставка % по кредиту; X – ставка рефинансирования ЦБ; T – ставка налога на прибыль
	P	Если % ставка по кредиту ниже 1,1 ставки рефинансирования (Ст. 269 НК) $K = P \times (1 - T)$		

Как уже было замечено, качество капитала может быть определено только рынком. Для определения рыночной стоимости кредита необходимо рассмотреть два случая:

1. Кредит с плавающей ставкой процента – ставка все время подстраивается под требуемый уровень доходности на финансовом рынке, следовательно, рыночная оценка величины долга равна его балансовой оценке.

2. Ставка процента фиксирована – т.е. для определения рыночной стоимости необходимо найти аналогичный по условиям срокам и кредитному рейтингу котирующийся на рынке долг (например, облигационный займ).

Целесообразно рассматривать каждый кредит в индивидуальном порядке, так как индивидуальны процент и характер условий обоснования его величины для каждой отдельной банковской ссуды. Для определения совокупной цены долгосрочных и краткосрочных кредитов рассчитывается среднегодовая ставка процента. Алгоритм расчета среднегодовой ставки процента:

1. Определим среднегодовой заемный капитал. Он равен сумме отношений произведений привлеченных сумм на срок привлечения – число месяцев (дней) к общему числу месяцев (числу календарных дней в году):

$$\frac{\sum_{i=1}^n P_i \times S_i}{12}, \quad (47)$$

где i (1, n) – i -й кредит; n – число кредитов в году; p – привлекаемая в рассматриваемый период (год) сумма; s – срок использования кредитной суммы в текущем году (месяцы, дни).

2. Определим сумму процента среднегодовую:

$$\sum_{i=1}^n \frac{\text{Привлеченная сумма} \times \text{Число месяцев (дней) использования привлеченной суммы} \times \text{Ставка процента} / 100\%}{\text{Общее число месяцев (календарных дней) в году}}. \quad (48)$$

3. Определим среднюю ставку процента:

$$\frac{\text{Сумма процента среднегодового} \times 100\%}{\text{Среднегодовой заемный капитал}}. \quad (49)$$

Цена кредиторской задолженности определяется характером выплат по каждой статье. Определение цены данного источника по

Таблица 17

Цена отдельных источников заемного капитала

Источник	Формула	Комментарии	Обозначение
1	2	3	4
Поставщики и подрядчики	$K = \frac{Df}{Kз},$ <p>с учетом налогообложения</p> $K = \frac{Df}{Kз} \times (1 - T) \times 100\%.$ <p>Существует два способа оценки цены данного обязательства: прямой и косвенный. Рассмотренный в таблице – прямой. Косвенный заключается в оценке потерь, вызванных неплатежами (судебные издержки, потеря репутации, рост цен на материалы, перебои в снабжении и др.) Сложен для расчета</p>	Df – отражается в форме №2 «Расшифровка отдельных прибылей и убытков» или определяется по данным управленческого учета	Df – сумма штрафов и пени уплаченных; $Kз$ – величина кредиторской задолженности соответствующего вида; T – ставка налога на прибыль

Продолжение табл. 17

1	2	3	4
Задолженность перед персоналом организации по оплате труда	$K = \frac{Dp}{Kз}$	$K = \frac{Dp}{Kз} \times (1 - T) \times 100\%$	Дополнительные выплаты работникам, связанные с задержками заработной платы и ее индексацией к величине кредиторской задолженности данного вида. <i>Dp</i> – сумма дополнительных выплат, связанных с задержкой заработной платы, и ее индексация
Задолженность перед бюджетом и внебюджетными фондами	$K = \frac{1}{300} \times Z \times T$	Ст. 270 НК. При определении налоговой базы не учитываются расходы в виде пеней, штрафов и иных санкций, перечисляемых в бюджет и государственные внебюджетные фонды	<i>Z</i> – ставка рефинансирования Центрального банка РФ. Определяется за каждый день просрочки; <i>T</i> – количество дней просрочки
Коммерческий вексель (применяемый при отсрочке платежа)	$Kв = \frac{П}{Св} \times \frac{\text{Всего месяцев}}{\text{Срок обращения}} \times 100\%$, с учетом налогообложения $Kв = \frac{П}{Св} \times \frac{\text{Всего месяцев}}{\text{Срок обращения}} \times 100\% \times (1 - T)$		<i>П</i> – процент, уплачиваемый за срок обращения; <i>Св</i> – вексельная сумма

статьям просроченной задолженности зафиксировано, цены источника «коммерческий вексель» определены в табл. 17.

3.3.3. Практическое применение теории цены капитала

Ценой капитала можно воспользоваться для принятия решения об участии в инвестиционных проектах. Участие в инвестиционном проекте возможно при условии, если цена капитала ниже предполагаемой рентабельности проекта. Однако для принятия окончательного решения необходимо дополнительно оценить сумму, требуемую для финансирования инвестиций.

Одним из показателей, характеризующих степень риска инвестирования, является показатель покрытия расходов по обслуживанию заемного капитала:

$$K = \text{Прибыль от продаж} / \text{Сумма процентов за кредит.}$$

Данный показатель говорит о том, во сколько раз валовой доход предприятия больше суммы процентов за кредит. Чем больше данный коэффициент, тем ниже риск.

Различают **«финансовую структуру предприятия»** и **«капитализированную структуру предприятия»**. Финансовая структура капитала – доля различных видов капитала в общем капитале предприятия, а капитализированная структура предприятия характеризует состояние долгосрочных пассивов, т.е. собственного и долгосрочного заемного капитала. Тот факт, что заемный капитал на эффективном предприятии имеет более низкие альтернативные издержки, чем акционерный, может вызвать предположение, что можно максимально увеличивать долю заемного капитала. Тогда цена капитала будет ниже. Однако известно, что большая доля заемного капитала сопровождается высоким уровнем финансового риска, а значит, инвесторы могут потребовать более высокую плату за риск, отсюда идет увеличение цены капитала.

Концепция средневзвешенной стоимости капитала используется не только при анализе отдельных проектов, но и при оценке по некоторым важнейшим направлениям деятельности предприятия:

- при разработке проектов прямых инвестиций в акции какого-либо акционерного общества;
- при оценке вариантов реструктуризации в форме слияния, присоединения, создания холдингов и т.д.;
- при передаче крупных пакетов акций в залог, размещении ценных бумаг на первичных рынках.

Важное понятие в теории инвестирования – предельная цена капитала. Это такие расходы, которые будет нести компания для финансирования каких-то новых проектов, чаще всего они выше, чем цена имеющегося капитала, если все финансовые ресурсы вложены в имеющиеся активы и у предприятия нет на счетах денег.

Контрольные вопросы

1. Что такое «капитал» и его источники?
2. Покажите разные классификации видов капитала.
3. Систематизируйте преимущества и недостатки финансирования за счет эмиссии обыкновенных акций для эмитента и инвестора.
4. Особенности отношений между субъектами при выпуске и владении привилегированными акциями.
5. Что такое ПРО-финансирование?
6. Принципиальное отличие заемного капитала как источника финансирования.
7. Приведите классификацию облигаций как источника финансирования.
8. Принципиальное отличие лизинга от других источников финансирования.
9. Суть теории Модильяни – Миллера.
10. Модели оптимальной структуры капитала и их особенности.
11. Правила расчета средневзвешенной цены капитала.
12. Правила определения цены каждого вида капитала предприятия.
13. Модель CAPM и ее использование в расчете цены капитала.
14. Модель Гордона и ее использование в расчете цены капитала.
15. Понятие финансовой структуры капитала, его использование в финансовом менеджменте.

Задание для самостоятельной работы

Уставный капитал – 150 000 руб. (номинал акции – 1000 руб.), 10% акций – привилегированные. Фиксированный дивиденд – 20%. Заработано 70000 руб. прибыли до налогообложения. Решено распределить в виде дивидендов 40% чистой прибыли. Акции котируются: курс привилегированных акций – 1120 руб., курс обыкновенных акций – 1080 руб. Кроме того, в составе пассива есть нераспределенная прибыль прошлых лет – 20000 руб., краткосрочный кредит – 30000 руб. под 20%, долгосрочный кредит – 100 тыс. руб. под 22% годовых. Выпущены облигации на сумму 120 тыс. руб. с выплатой процентов по ставке 20%. Облигации были проданы с дисконтом 2%, расходы по выпуску, размещению и погашению облигаций составили 7 тыс. руб.

Предприятию предлагают участвовать в инвестиционном проекте с рентабельностью 20%. Необходимо вложить 200 тыс. руб. Свободных денежных средств у предприятия нет. Ваши решения и предложения?

Глава 4

ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ УПРАВЛЕНИЯ ОБОРОТНЫМ КАПИТАЛОМ

Данная глава посвящена актуальным проблемам обеспечения текущей деятельности предприятия достаточными и рациональными источниками финансирования.

Изучив данную главу, следует:

Знать:

- цель и задачи управления оборотными активами и текущим финансированием деятельности предприятия;
- виды рисков, возникающих при управлении оборотными активами предприятия.

Понимать:

- зависимость состояния предприятия от соотношения текущих активов и текущих пассивов предприятия.

Уметь:

- определять тип политики управления текущими активами предприятия и проблемы, связанные с существующим положением;
- определять тип политики управления текущим финансированием и проблемы рациональности источников финансирования.

4.1. СУЩНОСТЬ, ЦЕЛИ И ЗАДАЧИ УПРАВЛЕНИЯ ОБОРОТНЫМИ АКТИВАМИ ПРЕДПРИЯТИЯ

Оборотные активы – средства предприятия, обеспечивающие его текущую деятельность (см. разд. II актива Бухгалтерского баланса).

Оборотный капитал – это капитал организации, вложенный в оборотные активы (оборотные средства), возобновляемые с определенной регулярностью для обеспечения текущей деятельности. Оборотный капитал как минимум однократно оборачивается в течение года или одного производственного цикла, если последний превышает год.

Особенность оборотных средств в том, что на предприятии должны присутствовать разные формы данных активов, при этом одна форма преобразуется в другую.

Под оборачиваемостью капитала в данном случае подразумевается трансформация финансовых ресурсов, происходящая в организации циклически (рис. 5).

Операционный цикл представляет собой период полного оборота всей суммы оборотного капитала, в процессе которого происходит смена отдельных их видов. Движение оборотных средств организации в процессе операционного цикла проходит четыре основные стадии, последовательно меняя свои формы.

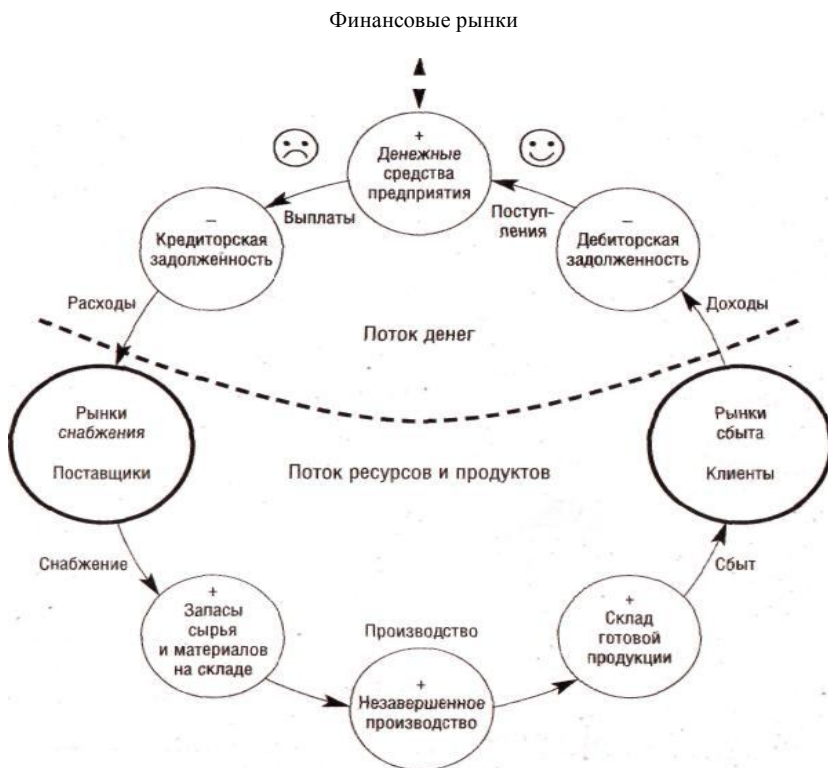


Рис. 5. Взаимосвязи потоков ресурсов и денег для управления оборотным капиталом

На первой стадии денежные средства (включая их субституты в форме краткосрочных финансовых вложений) используются для приобретения товаров, т.е. входящих запасов материальных оборотных средств.

На второй стадии входящие запасы материальных оборотных средств в результате непосредственной производственной деятельности превращаются в запасы готовой продукции.

На третьей стадии запасы готовой продукции реализуются потребителям и до наступления их оплаты преобразуются в дебиторскую задолженность.

На четвертой стадии инкассированная, т.е. оплаченная, дебиторская задолженность вновь преобразуется в денежные средства, часть которых до их производственного востребования может храниться в форме высоколиквидных краткосрочных финансовых вложений.

Классификация оборотных активов может быть построена по следующим основным признакам:

По характеру финансовых источников:

- валовые оборотные активы;
- чистые оборотные активы;
- собственные оборотные активы.

По видам:

- запасы сырья, материалов, полуфабрикатов;
- запасы готовой продукции;
- незавершенное производство;
- дебиторская задолженность;
- денежные активы;
- прочие виды оборотных активов.

По характеру участия в операционном процессе:

- оборотные активы, обслуживающие производственный цикл организации;
- оборотные активы, обслуживающие финансовый (денежный) цикл организации.

По периоду функционирования:

- постоянная часть оборотных активов;
- переменная часть оборотных активов.

Среди основных характеристик оборотного капитала выделяют:

- **объём;**

- **структуру;**
- **ликвидность.**

Объём и структура оборотного капитала отражают специфику производства, деятельности предприятия.

Основная задача управления оборотным капиталом: определить такой объём и структуру оборотного капитала, которые позволили бы обеспечить допустимый уровень риска потери платёжеспособности и желаемую доходность. Разумеется, решать эту задачу возможно лишь при условии компромисса между риском потери ликвидности и уровнем доходности.

Графическое представление этой зависимости показано на рис. 6–8.

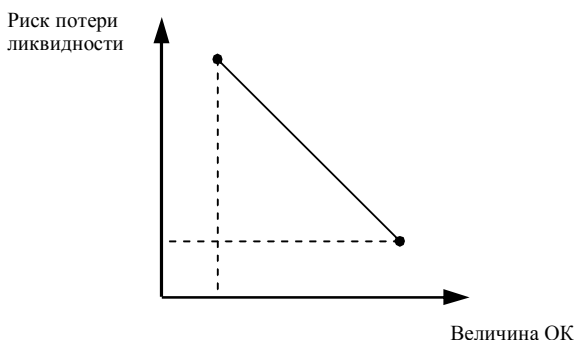


Рис. 6. Взаимосвязь риска потери ликвидности и величины оборотного капитала

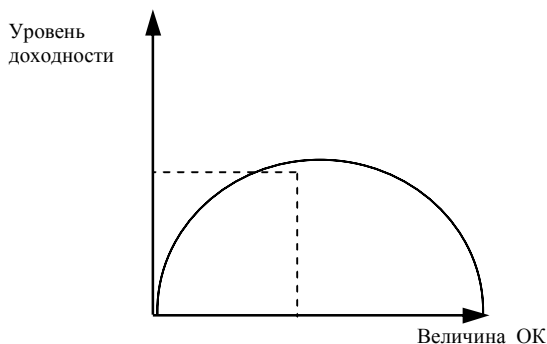


Рис. 7. Взаимосвязь доходности и величины оборотного капитала

Цель управления оборотным капиталом: найти такой объём и структуру оборотного капитала и источников его финансирования, которые бы обеспечили долговременную эффективную производственно-финансовую деятельность.

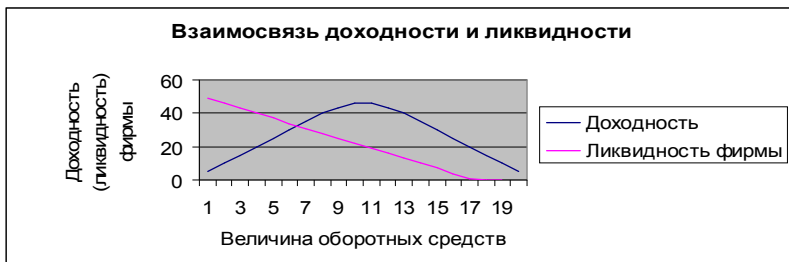


Рис. 8. Взаимосвязь доходности и ликвидности с объемом оборотных средств

В теории финансового менеджмента весь оборотный капитал условно делится на две части: постоянную и переменную (рис. 9).

Уровень расходов в большей части сфер приложения капитала подвержен сезонным или циклическим колебаниям. Например, пик расходов строительных фирм приходится на весну и лето; торговых — на новогодние праздники. Исходя из этого, все фирмы пополняют свои активы в период экономического подъема и продают товарно-материальные запасы и сводят дебиторскую задолженность к минимуму в период спада. Поскольку величина оборотных средств крайне не редко опускается до нуля, можно предположить о постоянной величине, сохраняемой в любой момент.

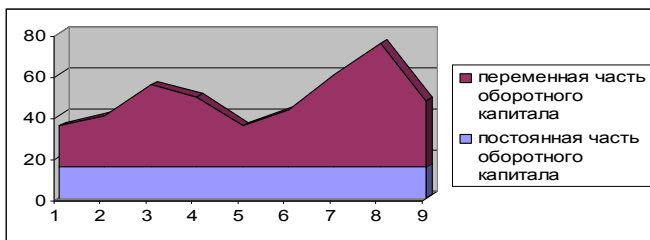


Рис. 9. Пример графической интерпретации постоянной и переменной частей текущих активов

Постоянная часть оборотных активов представляет собой неизменную часть, которая не зависит от сезонных и других видов колебаний операционной деятельности предприятия и не связана с формированием запасов товарно-материальных ценностей сезонного хранения, досрочного завоза и целевого назначения. Это неснижаемый минимум оборотных активов предприятия для осуществления операционной деятельности, такой объём и структура оборотного капитала, которые обеспечивают как минимум постоянную деятельность предприятия.

Переменная часть оборотных активов варьирует, что связано с сезонным объемом производства и реализации продукции, необходимостью формировать товарно-материальные запасы сезонного хранения, досрочного завоза и целевого назначения, т.е. та часть оборотных активов, которая связана с необходимостью создания дополнительных фондов средств в связи с нестабильностью внешних условий или спецификой деятельности предприятия.

Способ, которым фирма финансирует постоянную и переменную часть оборотных средств, определяется в рамках **стратегии финансирования оборотных средств**.

Умеренная стратегия предполагает использование метода согласования текущих активов и обязательств по срокам. Суть данного метода состоит в определенном согласовании текущих активов и обязательств по группам. Основной целью этой стратегии является минимизация риска неплатежеспособности. Такая стратегия должна обеспечивать заданный уровень оборотных активов, соотношения эффективности их использования и риска.

В известной степени предприятие может привести в точное соответствие сроки расчетов с дебиторами и кредиторами. Например, продажа товарно-материальных ценностей, ожидаемые сроки которой составляют 20 дней, может быть профинансирована 20-дневным банковским кредитом; покупка станка, эксплуатация которого ожидается в течение пяти лет, может быть профинансирована при помощи 5-летнего кредита и т.д. Однако существуют два фактора, мешающие точному согласованию сроков:

- 1) относительная непредсказуемость сроков службы активов;
- 2) использование в качестве частичного источника покрытия выпуска обыкновенных акций, не имеющих сроков погашения.

4.2. УПРАВЛЕНИЕ ТЕКУЩИМИ АКТИВАМИ И ТЕКУЩИМИ ПАССИВАМИ

Текущее состояние любого предприятия определяется ситуацией с наличием и ликвидностью текущих активов и достаточностью и рациональной структурой источников финансирования. Следовательно, положение каждого предприятия можно оценить на основе рассмотрения сочетания состояния текущих активов и краткосрочных источников финансирования.

Выделяют несколько типов управления текущими активами (ТА):

1. **Агрессивный** (большая доля ТА в общих активах – малый риск потери ликвидности и обычно пониженная доходность).

2. **Консервативный** (малая доля ТА в общих активах предприятия – высокий риск потери ликвидности и высокая доходность, но возможна и нехватка оборотных средств для нормальной работы предприятия, предприятие будет работать неритмично, а следовательно, и доходность будет очень низкой).

3. **Умеренный** («средняя» доля ТА в общих активах предприятия – средний уровень как риска потери ликвидности, так и уровня доходности).

Аналогично можно выделить и **типы управления текущими пассивами:**

1. **Агрессивный** (доля ТП в пассивах высока – большой риск потери ликвидности, но возможно достаточно источников финансирования текущей деятельности предприятия).

2. **Консервативный** (доля ТП в пассивах низка – низкий риск потери ликвидности, а также возможно недостаточно источников финансирования текущей деятельности предприятия).

3. **Умеренный** (средняя доля текущих активов в общих активах предприятия, некоторый средний уровень финансирования).

Показанные варианты типов политики – это теоретические модели возможных состояний предприятий. Реальность гораздо более разнообразна, и на это разнообразие влияют, прежде всего, отрасль, в которой работает данное предприятие, виды продукции, производимые предприятием, длительность производственного цикла, особенности рынков, на которых работает данное предприятие, и др.

На рис. 10 показаны три альтернативные стратегии в отношении общего уровня оборотных средств. По существу они отличаются

лишь объемом оборотных средств, которые фирма считает необходимым для поддержания определенного уровня производства.

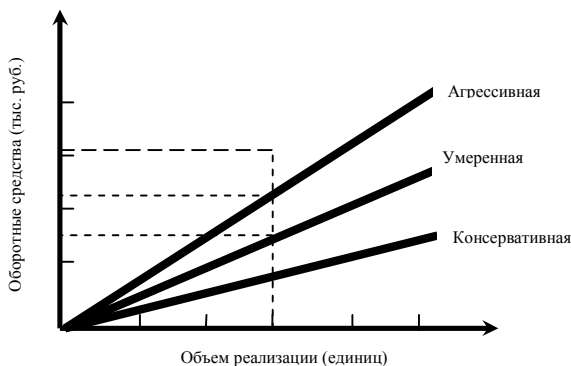


Рис. 10. Альтернативные типы политики управления оборотными средствами

Линия с наименьшим наклоном представляет собой *консервативный тип политики управления текущими активами*. Фирмы, придерживающиеся ее, допускают относительно низкий уровень денежных средств, товарно-материальных запасов и ценных ликвидных бумаг, имеющихся в наличии.

Наоборот, *агрессивный тип политики* предполагает, что денежная наличность, ценные бумаги, товарно-материальные запасы и дебиторская задолженность имеют большие размеры.

Умеренная стратегия представлена графиком, находящимся между двумя описанными линиями.

Исходя из количественной зависимости, представленной на рис. 10, отметим, что в условиях определенности, когда объем реализации, затраты, период реализации заказа, сроки платежей и т.д. точно известны, любая фирма предпочла бы поддерживать только минимально необходимый уровень оборотных активов. Превышение этого минимума приводит к увеличению потребностей во внешних источниках финансирования оборотных средств без увеличения прибыли. Необоснованное сокращение оборотных средств приводит к замедлению выплат работникам, падению объемов реализации и неэффективности производства по причине нехватки товарно-мате-

риальных запасов, что является следствием консервативной политики управления текущими активами.

В условиях неопределенности картина меняется. В этом случае фирме потребуется достаточная сумма денежных средств и материальных запасов плюс дополнительная сумма – страховой запас на случай непредвиденных отклонений от ожидаемых величин. Фирма будет придерживаться агрессивной стратегии в отношении оборотных средств. Это может привести к снижению доходности, если при прогнозировании изменений не будут учтены факторы изменений.

С точки зрения влияния на период обращения денежных средств консервативная политика ведет к ускорению оборачиваемости товарно-материальных запасов и дебиторской задолженности, результатом этого является относительно короткий период обращения денежных средств. Агрессивная политика имеет противоположную тенденцию, которая допускает более высокие уровни товарно-материальных запасов и дебиторской задолженности. В результате проведения умеренной стратегии продолжительность периода обращения денежных средств находится на промежуточном уровне.

Контрольные вопросы

1. Экономическая роль оборотных активов предприятия.
2. Определите состав и значение оборотного капитала для хозяйствующего субъекта.
3. Каково значение ликвидности в процессе оценки эффективности использования оборотного капитала?
4. Составляющие оборотных средств в финансовом менеджменте. Обоснования.
5. Принципиальная роль постоянных и переменных оборотных активов на предприятии.
6. Типы политики управления текущими активами и их роль в обеспечении управляемых рисков потери платежеспособности и обеспечения желаемой доходности.

Задания для самостоятельной работы

1. При **самостоятельной проработке** данного вопроса следует составить схемы состояния (на основе возможной структуры активов и пассивов) предприятия в разных положениях и охарактеризовать проблемы, имеющиеся на предприятии, предложить возможные пути их решения.

2. Определите тип политики управления текущими активами и пассивами. Предварительно составьте баланс предприятия по разделам. Определите проблемы, существующие на предприятии, и возможные варианты решения данных проблем.

АКТИВЫ, ден. ед.		ПАССИВЫ, ден. ед.	
Запасы сырья	36000	Долгосрочный кредит банка	12000
Нематериальные активы	1200	Нераспределенная прибыль	2000
Основные средства	45000	Уставный капитал	50000
Готовая продукция	2800	Краткосрочный кредит	5000
Денежные средства	500	Кредиторская задолженность	44000
Дебиторская задолженность	27500		
Итого...	113000	Итого...	113000

3. Составьте бухгалтерский баланс по разделам. Определите тип политики управления текущими активами и пассивами на начало и конец периода. Как изменился тип политики управления активами и пассивами предприятия? Определите проблемы предприятия в плане управления текущими активами и пассивами. Предложите варианты улучшения финансового управления.

АКТИВ, ден. ед.			ПАССИВ, ден. ед.		
	Нач. пер.	Конец пер.		Нач. пер.	Конец пер.
Основные средства	30100	28000	Уставный капитал	50000	50000
Запасы материалов	200	8000	Непокрытый убыток	(200)	(1500)
Готовая продукция	41000	12000	Долгосрочный кредит	10000	8000
Денежные средства	50	0	Краткосрочный кредит	5900	26300
Дебиторская задолж.	29700	40000	Кредиторская задолж.	35350	48200
Незавершенное стр.	0	9700			
Нематериальные активы	0	1300			
Долгоср. ф. влож.	0	32000			
Итого...	101050	131000	Итого...	101050	131000

4. Правильно составьте баланс предприятия по разделам. Оцените тип политики управления текущими активами и текущими пассивами на основании данных баланса. Какие проблемы есть у данного предприятия? Какие рекомендации вы можете дать данному предприятию, следует ли ему сменить тип политики управления текущими активами и текущими пассивами?

АКТИВ, ден. ед.		ПАССИВ, ден. ед.	
Нематериальные активы	200	Уставный капитал	28000
Основные средства	35800	Резервный капитал	100
Незавершенное строительство	1800	Доходы будущих периодов	15000
Запасы материалов	16900	Долгосрочный кредит банка	9000
Готовая продукция	20000	Краткосрочный кредит	22900
Денежные средства	3450	Кредиторская задолженность	45000
Дебиторская задолженность	29700	Нераспределенная прибыль	(12150)

Глава 5

УПРАВЛЕНИЕ ДЕНЕЖНЫМИ СРЕДСТВАМИ

Данная глава посвящена большому блоку принятия управленческих решений – управлению денежными потоками предприятия.

Изучив данную главу, обучающийся должен:

Знать:

- различную классификацию денежных потоков;
- этапы управления денежными средствами предприятия;
- способы преодоления локального денежного финансирования.

Понимать:

- влияние денежного потока на платежеспособность, финансовые риски, эффективность финансового управления, финансовую реализуемость проектов развития предприятия.

Уметь:

- рассчитывать время финансового цикла;
- определять оптимальный запас денежных средств на предприятии;
- проводить анализ качества управления денежными средствами на предприятии;
- определять потребность в краткосрочном финансировании.

5.1. СУЩНОСТЬ, ЦЕЛИ И ЗАДАЧИ УПРАВЛЕНИЯ ДЕНЕЖНЫМИ СРЕДСТВАМИ НА ПРЕДПРИЯТИИ

С финансовой точки зрения предприятие можно рассматривать как механизм вырабатывания денег. Денежные средства являются экономической ценностью, представленной в самой ликвидной форме. Когда мы рассматриваем абсолютную ликвидность актива, то имеем в виду, что можем обменять его на другие активы без дополнительных операционных издержек. Такой актив также обладает свойством аддитивности (дополнительности), денежные средства

могут быть результатом продажи активов, продукции, спонсорства каких-то организаций и т.д.

С движения денежных средств начинается и им заканчивается производственно-коммерческий цикл. Деятельность предприятия, направленная на получение прибыли, требует, чтобы денежные средства переводились в различные активы, которые обращаются в дебиторскую задолженность в результате отгрузки продукции. Результаты деятельности считаются достигнутыми, когда процесс инкассирования приносит поток денежных средств, на основе которого начинается новый цикл, обеспечивающий получение прибыли.

Аналитики в области финансовой отчетности сделали вывод, что сложность системы бухгалтерского учета скрывает потоки денежных средств и увеличивает их отличие от отчетного значения чистого дохода (прибыли). Они подчеркивают, что именно денежные средства должны использоваться для выплаты кредитов, дивидендов, расширения используемых производственных мощностей. Все сказанное подтверждает растущее значение такой категории, как «денежные потоки».

Существуют понятия «движение денежных средств» и «поток денежных средств».

Под движением денежных средств понимаются все валовые денежные поступления и платежи предприятия. Денежный поток есть оборот денег, протекающий непрерывно во времени. Оборот денег включает в себя поступление денег (приток) и их расходование (отток).

Поток денежных средств связан с конкретным периодом времени и представляет собой разницу между всеми поступающими и выплаченными предприятиями денежными средствами за этот период. Движение денег является первостепенным, в результате чего возникают финансы.

Движение денежных средств фирмы представляет собой непрерывный процесс. Для каждого направления использования денежных фондов должен быть соответствующий источник. В широком смысле активы фирмы представляют собой чистое использование денежных средств, а обязательства и собственный капитал – чистые источники. Цикл движения денежных средств для типичной производственной компании изображен на рис. 11.

Для действующего предприятия реально не существует начальной и конечной точки. Конечный продукт – это совокупность затрат

сырья, основных средств и труда, в конечном счете оплачиваемых денежными средствами. Продукция затем продается либо за наличные, либо в кредит. Продажа в кредит влечет за собой дебиторскую задолженность, которая в конечном счете инкассируется, превращаясь в наличность.

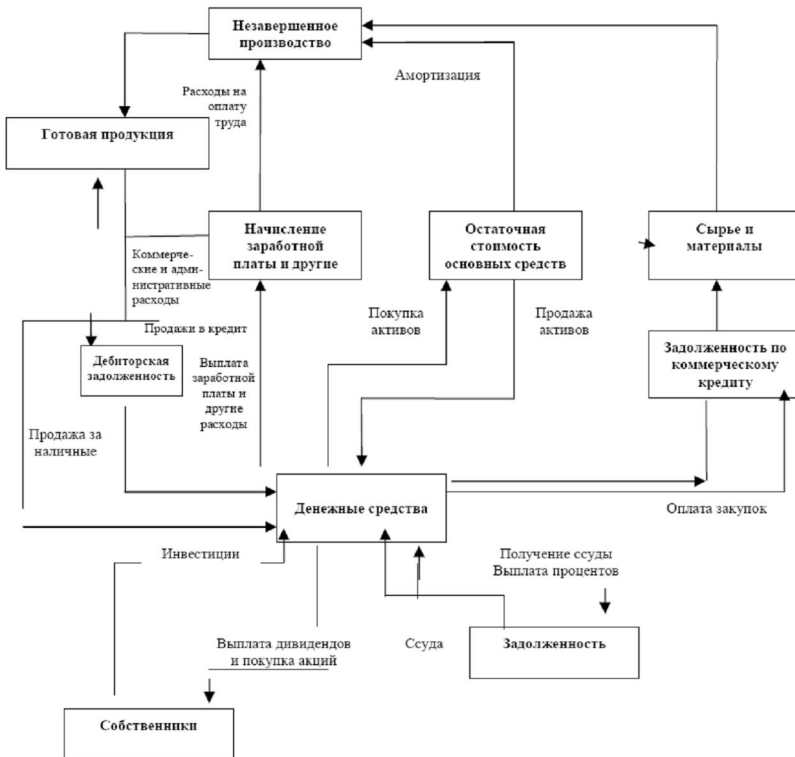


Рис. 11. Потоки денежных средств в рамках компании

Если продажная цена продукции превышает все расходы (включая износ активов) за некоторый период, то за этот период будет получена прибыль; если нет – убыток. Объем денежных средств (центральная точка рисунка) колеблется во времени в зависимости от производственного графика, объема продаж, инкассации дебиторской задолженности, капитальных расходов и финансирования. С

другой стороны, запасы сырья, незавершенное производство, запасы готовой продукции, дебиторская задолженность и подлежащий оплате коммерческий кредит колеблются в зависимости от реализации, производственного графика и политики в отношении основных дебиторов, запасов и задолженности по коммерческому кредиту.

Можно выделить несколько значений понятия «денежный поток» (cash flow).

На **статическом уровне** это количественное выражение денег, имеющихся в распоряжении субъекта (предприятия или лица) в данный конкретный момент времени, – «свободный резерв».

Для **инвестора** денежный поток – ожидаемый в будущем доход от инвестиций (с учетом дисконта).

С **точки зрения руководства** предприятия, на динамическом уровне, денежный поток представляет собой план будущего движения денежных фондов предприятия во времени либо сводку данных об их движении в предшествующих периодах. В каждом случае денежный поток означает фактическое движение финансовых средств. Денежный поток характеризует степень самофинансирования предприятия, его финансовую силу, финансовый потенциал, доходность.

Финансовое благополучие предприятия во многом зависит от притока денежных средств, обеспечивающих покрытие его обязательств. Отсутствие минимально необходимого запаса денежных средств может указывать на финансовые затруднения. Избыток денежных средств может быть знаком того, что предприятие неэффективно использует активы и терпит убытки. Причем причина этих убытков может быть связана как с инфляцией и обесценением денег, так и с упущенной возможностью их выгодного размещения и получения дополнительного дохода.

Необходимость деления деятельности предприятия на три вида объясняется ролью каждой из них и их взаимосвязью. Если основная деятельность призвана обеспечивать необходимыми денежными средствами все три вида и является основным источником прибыли, то инвестиционная и финансовая деятельность призвана способствовать, с одной стороны, развитию деятельности, с другой – обеспечению ее дополнительными денежными средствами. Денежные потоки тесно связывают все три сферы деятельности предприятия.

Представленное на рис. 12 направление движений денежных потоков характерно для предприятия с устойчивым финансовым положением. В российской практике, к сожалению, часто движение де-

нежных потоков имеет обратную направленность: происходит «подпитка» основной деятельности за счет инвестиционной и финансовой.

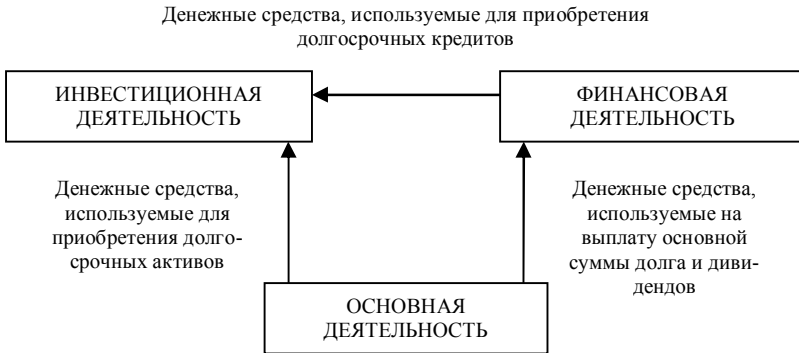


Рис. 12. Связь между основной, инвестиционной и финансовой деятельностью предприятия

Денежный поток, создаваемый основной деятельностью компании, «перетекает» в сферу инвестиционной деятельности, где может использоваться для модернизации производства или других инвестиций, приносящих компании доход. Но этот же поток может «перетечь» и в сферу финансовой деятельности, где будет использован, например, для выплаты дивидендов акционеров.

Следует отметить, что существуют и другие классификации денежного потока. Само понятие «денежный поток предприятия» является агрегированным, включающим в свой состав многочисленные виды этих потоков, обслуживающих хозяйственную деятельность. Классификацию денежных потоков предлагается осуществлять по следующим основным признакам:

1. По масштабам обслуживания хозяйственного процесса выделяются следующие виды денежных потоков:

- денежный поток по предприятию в целом. Это наиболее агрегированный вид денежного потока, который аккумулирует все виды денежных потоков, обслуживающих хозяйственный процесс предприятия в целом;
- денежный поток по отдельным структурным подразделениям (центрам ответственности) предприятия. Такая дифференциация денежного потока предприятия определяет его как самостоятельный

объект управления в системе организационно-хозяйственного построения предприятия;

- денежный поток по отдельным хозяйственным операциям. В системе хозяйственного процесса предприятия такой вид денежного потока следует рассматривать как первичный объект самостоятельного управления.

2. По видам хозяйственной деятельности в соответствии с международными стандартами учета выделяют следующие виды денежных потоков:

- денежный поток по операционной деятельности;
- денежный поток по инвестиционной деятельности;
- денежный поток по финансовой деятельности.

3. По направленности движения денежных средств выделяют два основных вида денежных потоков:

- положительный денежный поток, характеризующий совокупность поступлений денежных средств на предприятие от всех видов хозяйственных операций (в качестве аналога этого термина используется термин «приток денежных средств»);

- отрицательный денежный поток, характеризующий совокупность выплат денежных средств предприятием в процессе осуществления всех видов его хозяйственных операций (в качестве аналога этого термина используется термин «отток денежных средств»).

Характеризуя эти виды денежных потоков, следует обратить внимание на высокую степень их взаимосвязи. Недостаточность объемов во времени одного из этих потоков обуславливает последующее сокращение объемов другого вида этих потоков. Поэтому в системе управления денежными потоками предприятия оба эти вида денежных потоков представляют собой единый (комплексный) объект финансового менеджмента.

4. По методу исчисления объема выделяют следующие виды денежных потоков предприятия:

- валовой денежный поток. Он характеризует всю совокупность поступлений или расходования денежных средств в рассматриваемом периоде времени в разрезе отдельных его интервалов;

- чистый денежный поток. Он характеризует разницу между положительным и отрицательным денежными потоками (между поступлением и расходованием денежных средств) в рассматриваемом периоде времени в разрезе отдельных его интервалов. Чистый денежный поток является важнейшим результатом финансовой дея-

тельности предприятия, во многом определяющим финансовое равновесие и темпы возрастания его рыночной стоимости.

Расчет чистого денежного потока по предприятию в целом, отдельным структурным его подразделениям (центрам ответственности), различным видам хозяйственной деятельности или отдельным хозяйственным операциям осуществляется по следующей формуле:

$$\text{ЧДП} = \text{ПДП} - \text{ОДП}, \quad (50)$$

где ЧДП – сумма чистого денежного потока в рассматриваемом периоде времени; ПДП – сумма положительного денежного потока (поступлений денежных средств) в рассматриваемом периоде времени; ОДП – сумма отрицательного денежного потока (расходования денежных средств) в рассматриваемом периоде времени.

Как видно из этой формулы, в зависимости от соотношения объемов положительного и отрицательного потоков сумма чистого денежного потока может характеризоваться как положительной, так и отрицательной величинами, определяющими конечный результат соответствующей хозяйственной деятельности предприятия и влияющими в конечном итоге на формирование и динамику размера остатка его денежных активов.

5. По уровню достаточности объема выделяют следующие виды денежных потоков предприятия:

- **избыточный денежный поток** – характеризует такой денежный поток, при котором поступления денежных средств существенно превышают реальную потребность предприятия в целенаправленном их расходовании. Свидетельством избыточного денежного потока является высокая положительная величина чистого денежного потока, не используемого в процессе осуществления хозяйственной деятельности предприятия;

- **дефицитный денежный поток** – характеризует такой денежный поток, при котором поступления денежных средств существенно ниже реальных потребностей предприятия в целенаправленном их расходовании. Даже при положительном значении суммы чистого денежного потока он может характеризоваться как дефицитный, если эта сумма не обеспечивает плановую потребность в расходовании денежных средств по всем предусмотренным направлениям хозяйственной деятельности предприятия. Отрицательное же значение

суммы чистого денежного потока автоматически делает этот поток дефицитным.

6. По методу оценки во времени выделяют следующие виды денежного потока:

- **настоящий денежный поток** – характеризует денежный поток предприятия как единую сопоставимую его величину, приведенную по стоимости к текущему моменту времени;

- **будущий денежный поток** – характеризует денежный поток предприятия как единую сопоставимую его величину, приведенную по стоимости к конкретному предстоящему моменту времени. Понятие «будущий денежный поток» может использоваться и как номинальная идентифицированная его величина в предстоящем моменте времени (или в разрезе интервалов будущего периода), которая служит базой дисконтирования в целях приведения к настоящей стоимости.

Рассматриваемые виды денежного потока предприятия отражают содержание концепции оценки стоимости денег во времени применительно к хозяйственным операциям предприятия.

7. По непрерывности формирования в рассматриваемом периоде различают следующие виды денежных потоков предприятия:

- **регулярный денежный поток** – характеризует поток поступления или расходования денежных средств по отдельным хозяйственным операциям (денежным потокам одного вида), который в рассматриваемом периоде времени осуществляется постоянно по отдельным интервалам этого периода. Характер регулярных носит большинство видов денежных потоков, генерируемых операционной деятельностью предприятия: потоки, связанные с обслуживанием финансового кредита во всех его формах; денежные потоки, обеспечивающие реализацию долгосрочных реальных инвестиционных проектов, и т.п.;

- **дискретный денежный поток** – характеризует поступление или расходование денежных средств, связанное с осуществлением единичных хозяйственных операций предприятия в рассматриваемом периоде времени. Характер дискретного денежного потока носит одноразовое расходование денежных средств, связанное с приобретением предприятием целостного имущественного комплекса; покупкой лицензии франчайзинга; поступлением финансовых средств в порядке безвозмездной помощи и т.п.

Рассматривая эти виды денежных потоков предприятия, следует обратить внимание на то, что они различаются лишь в рамках конкретного временного интервала. При определенном минимальном временном интервале все денежные потоки предприятия могут рассматриваться как дискретные. И наоборот, в рамках жизненного цикла предприятия преимущественная часть его денежных потоков носит регулярный характер.

8. По стабильности временных интервалов формирования регулярные денежные потоки характеризуются следующими видами:

- **регулярный денежный поток с равномерными временными интервалами.** В рамках рассматриваемого периода такой денежный поток поступления или расходования денежных средств носит характер аннуитета;

- **регулярный денежный поток с неравномерными временными интервалами.** В рамках рассматриваемого периода примером такого денежного потока может служить график лизинговых платежей за арендуемое имущество с согласованными сторонами неравномерными интервалами времени их осуществления на протяжении периода лизинга актива.

9. Более «внутренним», тесно связанным с эффективностью функционирования компании и, следовательно, значимым для банков – потенциальных инвесторов, может представляться **ликвидный денежный поток**. Он характеризует изменение в чистой кредитной позиции предприятия в течение периода, т.е. изменение разности между суммой кредитов, полученных предприятием, и величиной денежных средств.

Кроме этого, ликвидный денежный поток характеризует абсолютную величину денежных средств, получаемых от собственной деятельности компании (основной и инвестиционной). Этот показатель включает в себя объем всех заемных средств компании и поэтому показывает влияние займов и кредитов на эффективность деятельности компании с точки зрения генерирования денежного потока.

10. Виды денежных потоков в методе дисконтирования:

- **бездолговой денежный поток;**
- **денежный поток для собственного капитала.**

При построении модели денежных потоков следует четко различать виды применяемых при расчете денежных потоков, поскольку их построение имеет определенные особенности не только по составу

ву включаемых в поток компонентов, но и по принципу определения ставки дисконта.

Денежный поток для собственного капитала рассчитывается следующим образом:

$$\begin{aligned} \text{Денежный поток для собственного капитала} = & \text{Чистый доход} + \text{Балансовые на-} \\ & \text{числения (износ, амортизация)} + \text{Увеличение долгосрочной задолженности} - \\ & - \text{Прирост собственного оборотного капитала} - \text{Капитальные вложения} - \\ & - \text{Снижение долгосрочной задолженности.} \end{aligned}$$

Бездолговой денежный поток может быть рассчитан так:

$$\begin{aligned} \text{Бездолговой денежный поток} = & \text{Чистый доход (плюс процентные выплаты,} \\ & \text{скорректированные на ставку налогообложения)} + \text{Балансовые начисления} \\ & \text{(износ, амортизация)} - \text{Прирост собственного оборотного капитала} - \\ & - \text{Капитальные вложения.} \end{aligned}$$

Выбор метода построения денежного потока зависит от целей выполнения расчетов. Например, при оценке эффективности инвестиций наиболее часто рассчитывают бездолговые денежные потоки, поскольку включение расходов на уплату процентов в состав денежных потоков по инвестиционному проекту неправомерно (стоимость заемных средств учитывается в ставке дисконта). В то же время при анализе инвестиций в недвижимость часто применяют денежные потоки для собственного капитала, поскольку в этом случае полезно учесть не только денежные потоки в рамках проекта, но и все финансовые потоки, связанные с обслуживанием долгов.

С точки зрения инвестора или владельца компании, денежный поток – это самый важный показатель деятельности компании. Инвестор или собственник не могут воспользоваться прибылью, какой бы большой она ни была, если компания не генерирует положительный денежный поток. Для возврата инвестиций или получения дивидендов может использоваться только положительный денежный поток.

Денежный поток, в отличие от прибыли, не зависит от учетной политики и объективно отражает приращение денежных средств, которые могут быть доступны для рефинансирования или потребления.

Несмотря на различную природу денежного потока и прибыли, данные понятия очень часто путают. В табл. 18 представлены основные отличия роли денежных потоков в формировании прибыли и количественном определении типа денежного потока.

Таблица 18

Различия между прибылью и денежным потоком

ПРИБЫЛЬ	ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК
Отражает операции как с денежными средствами, так и бартер и другие формы расчетов	Отражает операции только с учетом стоимостной оценки
Могут быть учтены операции, связанные не только в отчетном периоде, но также до и после него	Учитываются операции, совершенные только в отчетном периоде
Амортизация оборудования включается в затраты и уменьшает прибыль	Амортизация оборудования не влияет напрямую на изменение потока денег
При расчете прибыли не учитывается изменение оборотных средств, если это не связано с передачей оборотных средств предприятию на основе безвозмездности	Увеличение практически всех видов оборотных активов приводит к уменьшению денежного потока
При расчете прибыли не учитываются инвестиции и операции с кредиторами, если они не приносят прибыль в отчетном периоде. Учитываются будущие поступления от инвестиций при использовании метода начислений	Увеличение инвестиций приводит к уменьшению денежного потока

Все факторы, влияющие на формирование денежных потоков, можно разделить на внешние и внутренние. К **внешним факторам** относятся: конъюнктура товарного и финансового рынков, система налогообложения предприятий, сложившаяся практика кредитования поставщиков и покупателей продукции (правила делового оборота), система осуществления расчетных операций хозяйствующих субъектов, доступность внешних источников финансирования (кредитов, займов, целевого финансирования).

Среди **внутренних факторов** следует выделить стадию жизненного цикла, на которой находится предприятие, продолжительность операционного и производственного циклов, сезонность производства и реализации продукции, амортизационную политику предприятия, неотложность инвестиционных программ, личные качества и профессионализм руководящего звена предприятия.

5.2. УПРАВЛЕНИЕ ДЕНЕЖНЫМ ПОТОКОМ

5.2.1. Этапы и механизм управления денежным потоком

Управление денежными потоками – это направление финансово-го менеджмента, которое регулирует вопросы сбалансированности денежных потоков во времени.

Основные задачи финансовой политики в области управления денежными потоками:

- Обеспечение сбалансированности объемов денежных потоков.
- Обеспечение их синхронизации во времени.
- Максимизация чистого денежного потока.

Полная оценка финансового состояния предприятия невозможна без анализа потоков денежных средств. Одна из задач управления потоками денежных средств заключается в выявлении взаимосвязи между этими потоками и прибылью, т.е. является ли полученная прибыль результатом эффективных потоков денежных средств или это результат каких-либо других факторов.

С другой стороны, управление денежными потоками входит в состав финансового менеджмента и осуществляется в рамках финансовой политики предприятия, понимаемой как общая финансовая идеология, которой придерживается предприятие для достижения общеэкономической цели его деятельности. Задачей финансовой политики является построение эффективной системы управления финансами, обеспечивающей достижение стратегических и тактических целей деятельности предприятия.

Политика управления денежными активами представляет собой часть общей политики управления оборотными активами предприятия, заключающуюся в оптимизации совокупного размера их остатка с целью обеспечения постоянной платежеспособности и эффективного использования в процессе хранения.

Проблема управления денежными средствами предприятия может быть представлена в двух видах:

- Статическая проблема: возможность предприятия получать денежные средства. И тут опять можем выделить особенности получения денежных средств в зависимости от цели: для инвестиционных целей или для осуществления операционной деятельности в прежнем масштабе.

- **Динамическая проблема:** учет фактора времени с позиций управления притоками и оттоками или в интересах эффективного размещения свободных денежных средств.

Еще раз подчеркнем, что многие предприятия в разработке стратегии, направлений достижения цели в качестве главного критерия определяют величину прибыли или рентабельность, но при этом не прогнозируют денежный поток.

Следует выделять статические и динамические аспекты управления денежными средствами предприятия.

Главные статические проблемы: Как определить способность предприятия получать достаточный приток денег? Ответ, в общем-то, прост: увеличить доход и снизить затраты. Но предприятие может использовать только те возможности, которые ему доступны, а проблем, которые предприятию следует решить, много.

Динамические аспекты получения денежных средств предприятием связаны с так называемым «парадоксом наличности». Суть «парадокса» заключается в том, что, с одной стороны, предприятие стремится получить большие поступления, а с другой – размещает эти средства с целью получения дополнительной прибыли, тем самым увеличивая свой потенциал. Наличие больших запасов денежных средств говорит о слабости руководства предприятием. Свободные денежные ресурсы можно:

- реинвестировать в повышение базового потенциала;
- разместить в высоколиквидных финансовых активах;
- повысить дивиденды, заработную плату, использовать для улучшения условий труда.

Стратегический и тактический аспекты финансовой политики тесно взаимосвязаны: правильный выбор стратегии создает благоприятные возможности для решения тактических задач. Дело в том, что финансовая тактика охватывает ряд конкретных практических мер, способов и приемов реализации выбранной финансовой стратегии; она подчинена стратегии и в то же время корректирует отдельные направления использования и накопления финансовых ресурсов в рамках коротких отрезков времени; она обеспечивает реализацию стратегических целей предприятия с наименьшими затратами времени и ресурсов в текущем периоде.

Отсюда видно, что управление денежными потоками можно отнести к тактическому направлению финансовой политики предприятия.

Финансовые ресурсы, относящиеся к сфере распределения, являются важным элементом воспроизводства и составляют основу системы управления материальными и денежными потоками предприятия. Финансовые ресурсы предприятия находятся в постоянном движении, управление которым и осуществляется в рамках финансового менеджмента. В свою очередь, денежные потоки предприятия представляют собой движение (притоки и оттоки) денежных средств на расчетном, валютном и иных счетах и в кассе предприятия в процессе его хозяйственной деятельности, в совокупности составляя его денежный оборот.

Вот почему темпы стратегического развития и финансовая устойчивость предприятия в значительной мере определяются тем, насколько притоки и оттоки денежных средств синхронизированы между собой во времени и по объемам, поскольку высокий уровень такой синхронизации и обеспечивает ускоренную реализацию выбранных целей.

Действительно, рациональное формирование денежных потоков способствует ритмичности операционного цикла предприятия и обеспечивает рост объемов производства и реализации продукции. При этом любое нарушение платежной дисциплины отрицательно сказывается на формировании производственных запасов сырья и материалов, уровне производительности труда, реализации готовой продукции, положении предприятия на рынке и т.п. Даже у предприятий, успешно работающих на рынке и генерирующих достаточную сумму прибыли, неплатежеспособность может возникать как следствие несбалансированности различных видов денежных потоков во времени.

С другой стороны, управление денежными потоками является важным фактором ускорения оборота капитала предприятия. Это происходит за счет сокращения продолжительности операционного цикла, более экономного использования собственных и уменьшения потребности в заемных источниках денежных средств. Следовательно, эффективность работы предприятия полностью зависит от организации системы управления денежными потоками. Данная система создается для обеспечения выполнения краткосрочных и стратегических планов предприятия, сохранения платежеспособности и финансовой устойчивости, более рационального использования его активов и источников финансирования, а также минимизации затрат на финансирование хозяйственной деятельности.

Если объектом управления в данной системе выступают денежные потоки предприятия, связанные с осуществлением различных хозяйственных и финансовых операций, то субъектом управления является финансовая служба, состав и численность которой зависят от размера, структуры предприятия, количества операций, направленной деятельности и других факторов.

Что же касается элементов системы управления денежными потоками, то к ним следует отнести финансовые методы и инструменты, нормативно-правовое, информационное и программное обеспечения:

- среди **финансовых методов**, оказывающих непосредственное воздействие на организацию, динамику и структуру денежных потоков предприятия, можно выделить систему расчетов с дебиторами и кредиторами; взаимоотношения с учредителями (акционерами), контрагентами, государственными органами; кредитование; финансирование; фондообразование; инвестирование; страхование; налогообложение; факторинг и др.;

- **финансовые инструменты** объединяют деньги, кредиты, налоги, формы расчетов, инвестиции, цены, векселя и другие инструменты фондового рынка, нормы амортизации, дивиденды, депозиты и прочие инструменты, состав которых определяется особенностями организации финансов на предприятии;

- **нормативно-правовое обеспечение** предприятия состоит из системы государственных законодательно-нормативных актов, установленных норм и нормативов, устава хозяйствующего субъекта, внутренних приказов и распоряжений, договорной базы;

- в настоящее время необходимым условием успеха бизнеса являются своевременное получение информации и оперативное реагирование на нее, поэтому важным элементом управления денежными потоками предприятия является внутрифирменная информация, использование прикладных бухгалтерских программ обеспечивает финансового менеджера учетной и часто аналитической информацией, поэтому к выбору таких программ нужно подходить осторожно; программный продукт должен полностью удовлетворять требованиям надежности, достоверности и прозрачности информации, гибкости в настройках под особенности бизнеса предприятия, а также соответствовать действующему законодательству.

Таким образом, **система управления денежными потоками на предприятии – это совокупность методов, инструментов и специфических приемов целенаправленного, непрерывного воздей-**

ствия со стороны финансовой службы предприятия на движение денежных средств. Эффективное управление денежными потоками повышает степень финансовой и производственной гибкости компании, так как приводит к:

- улучшению оперативного управления, особенно с точки зрения сбалансированности поступлений и расходования денежных средств;
- увеличению объемов продаж и оптимизации затрат за счет больших возможностей маневрирования ресурсами компании;
- повышению эффективности управления долговыми обязательствами и стоимостью их обслуживания, улучшению условий переговоров с кредиторами и поставщиками;
- созданию надежной базы для оценки эффективности работы каждого подразделения компании, ее финансового состояния в целом;
- повышению ликвидности компании.

В результате высокий уровень синхронизации поступлений и расходования денежных средств по объему и во времени позволяет снизить реальную потребность предприятия в запасе денежных активов, обслуживающих основную деятельность.

Построение системы управления денежными потоками предприятия базируется на следующих принципах:

- платёжеспособность и ликвидность;
- плановость и контроль;
- рациональность и эффективность;
- информативная достоверность и прозрачность.

Главная роль в управлении денежными потоками отводится обеспечению сбалансированности по видам, объемам, временным интервалам и другим существенным характеристикам. Чтобы успешно решить эту задачу, нужно внедрить на предприятии системы планирования, учета, анализа и контроля. Ведь планирование хозяйственной деятельности предприятия в целом и движения денежных потоков в частности существенно повышает эффективность управления денежными потоками, что приводит к:

- сокращению текущих потребностей предприятия в них на основе увеличения оборачиваемости денежных активов и дебиторской задолженности, а также выбора рациональной структуры денежных потоков;
- эффективному использованию временно свободных денежных средств путем осуществления финансовых инвестиций предприятия.

Предприятие не выживет, если, используя свой потенциал и действуя самым эффективным способом в конкретной ситуации, не может получить достаточный денежный приток для покрытия затрат и поддержания хотя бы такого же потенциала. Это аксиома финансового управления.

5.2.2. Финансовая эффективность предприятия как цель управления денежным потоком

Эффективность предприятия можно измерять на разных уровнях:

- на уровне предприятия, как правило, это связано с годовой отчетностью о деятельности предприятия;
- на уровне филиала или дочерней компании, где показатели деятельности представляются головной компании и используются при составлении консолидированной отчетности;
- на уровне структурного подразделения предприятия, которое представляет информацию в центральные службы;
- на уровне продукта с точки зрения оценки вклада в общую эффективность предприятия, на уровне отдельного проекта, с точки зрения выбора, наиболее привлекательного в данной ситуации.

Управление денежными средствами можно представить деятельностью менеджеров на следующих этапах:

- расчет финансового цикла;
- анализ качества управления денежными потоками;
- прогнозирование денежных притоков в определенный период;
- прогнозирование денежных платежей;
- прогнозирование избытка или недостатка денежных средств в период;
- при наличии избытка – решение вопросов о рациональном размещении данных средств на определенный период, при недостатке денежных средств – решение вопросов краткосрочного финансирования;
- выбор вариантов преодоления локального денежного дефицита (в процессе функционирования предприятия);
- определение оптимального запаса денежных средств, который обеспечит управляемый риск потери платежеспособности и желаемую доходность.

Расчёт финансового цикла. Управление денежными активами или остатком денежных средств, постоянно находящимся в распоряжении предприятия, составляет неотъемлемую часть функций общего управления оборотными активами.

Важнейшей характеристикой операционного (коммерческого) цикла, существенно влияющей на объем, структуру и эффективность использования оборотного капитала, является его **продолжительность**. Она включает период времени от момента расходования организацией денежных средств на приобретение входящих запасов материального оборотного капитала до поступления денег от дебиторов за реализованную им продукцию (рис. 13).

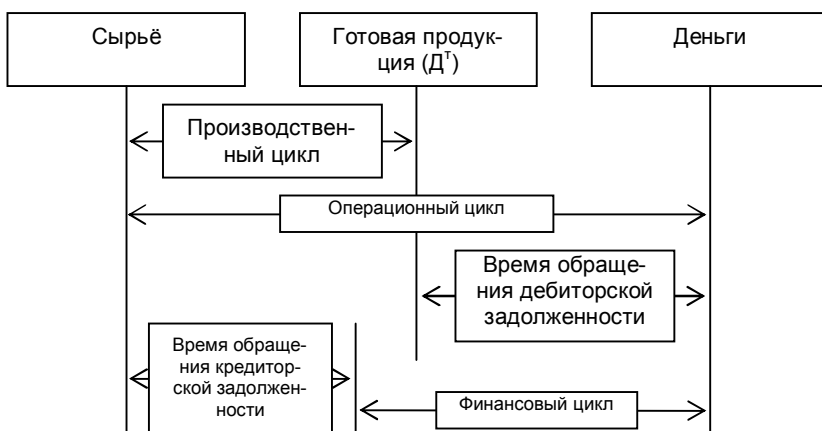


Рис. 13. Взаимосвязь операционного, производственного и финансового циклов

Производственный цикл – это время обращения товарно-материальных запасов (ТМЗ).

Операционный цикл – это время, в течение которого денежные средства заморожены в запасах и дебиторской задолженности:

$$t_{\text{опер. цикл}} = t_{\text{обрац. ТМЗ}} + t_{\text{обрац. Д}^{\text{м}}} \quad (51)$$

Финансовый цикл – разница операционного цикла и времени обращения кредиторской задолженности:

$$t_{\text{фин. цикл}} = t_{\text{опер. цикл}} - t_{\text{обрац.}} \cdot \frac{1}{K^m} \quad (52)$$

$$t_{\text{фин. цикл}} = t_{\text{обрац. ТМЗ}} + t_{\text{обрац. Д}^m} - t_{\text{обрац. К}^m} \cdot \quad (53)$$

Предприятие оплачивает счета поставщиков с временным лагом, т.е. финансовый цикл меньше операционного цикла на среднее время обращения кредиторской задолженности. Сокращение операционного и финансового циклов в динамике рассматривается как положительная тенденция. Если операционный цикл может быть сокращен за счет ускорения производственного процесса и оборачиваемости дебиторской задолженности, то финансовый цикл может быть сокращен как за счет данных факторов, так и за счет некоторого некритического замедления оборачиваемости кредиторской задолженности.

Управление активами и денежными потоками – это, прежде всего, **управление на основе временной стоимости денег**. Какое значение имеет длительность финансового цикла с этой точки зрения?

В процессе управления движением денег задачей финансового управляющего является сокращение финансового цикла. Конечно же, наличие ненулевого финансового цикла – во многом следствие правил игры, сложившихся на рынке, которые отдельно взятая компания не в состоянии контролировать. Но в то же время большинство компаний вполне под силу некоторое сокращение длительности финансового цикла.

Практическая составляющая времени финансового цикла важна с точки зрения определения потребности в дополнительном финансировании.

$$\text{Сумма дополнительной потребности в денежных средствах для обеспечения бесперебойного функционирования} = \text{ВФЦ} \times \text{Однодневную денежную выручку.} \quad (54)$$

Встречается утверждение, что показатель оборачиваемости запасов, особенно в торговых компаниях, считается близким к эффективному, если он совпадает с длительностью логистического цикла (время от размещения заказа от поставщика до поступления товара в продажу). Тогда эффективность предприятия ограничивается эффек-

тивностью его поставщиков? Наверно это не всегда так, хотя определенная зависимость есть. Необходимо искать и внедрять новые эффективные методы управления.

Одним из таких методов является метод Lean (стройности), причем не только в части производственных бизнес-процессов, но также в продажах, логистике, административных операциях. Эта концепция родилась в Японии в автомобильной промышленности и была известна как система управления производством TOYOTA, а затем – LEAN MANUFACTURING. Использование данного подхода доказало свою эффективность и в настоящее время применяется при управлении компаниями сферы услуг. Эта концепция основана на определении тех элементов бизнес-процессов, которые позволяют сокращать время и затраты на проведение данных процессов.

5.3. АНАЛИЗ КАЧЕСТВА УПРАВЛЕНИЯ ДЕНЕЖНЫМ ПОТОКОМ ПРЕДПРИЯТИЯ

Цель анализа денежных потоков – это, прежде всего, анализ финансовой устойчивости и доходности предприятия. Его исходным моментом является расчет денежных потоков, прежде всего от операционной (текущей) деятельности.

Можно выделить несколько значений понятия «денежный поток» (cash flow). На статическом уровне это количественное выражение денег, имеющих в распоряжении субъекта (предприятия или лица) в данный конкретный момент времени, – «свободный резерв». Для инвестора cash flow – ожидаемый в будущем доход от инвестиций (с учетом дисконта). С точки зрения руководства предприятия на динамическом уровне cash flow представляет собой план будущего движения денежных фондов предприятия во времени либо сводку данных об их движении в предшествующих периодах. В каждом случае cash flow означает фактическое движение денежных средств.

Денежный поток характеризует степень самофинансирования предприятия, его финансовую силу, финансовый потенциал, доходность.

Финансовое благополучие предприятия во многом зависит от притока денежных средств, обеспечивающих покрытие его обязательств. Отсутствие минимально необходимого запаса денежных средств может указывать на финансовые затруднения. Избыток

денежных средств может быть знаком того, что предприятие не использует дополнительных возможностей для получения большей прибыли.

Причина убытков может быть связана как с инфляцией и обесценением денег, так и с упущенной возможностью их выгодного размещения и получения дополнительного дохода. В любом случае именно анализ денежных потоков позволит установить реальное финансовое состояние на предприятии.

Анализ денежных потоков является одним из ключевых моментов в изучении финансового состояния предприятия, поскольку при этом удастся выяснить, смогло ли предприятие организовать управление денежными потоками так, чтобы в любой момент в распоряжении фирмы было достаточное количество наличных денежных средств.

Методы анализа денежных потоков:

- прямой;
- косвенный.

Прямой метод основывается на исчислении притока (выручка от реализации продукции, работ, услуг, авансы полученные и др.) и оттока (оплата счетов, возвращение займов и т.д.) денежных средств. Он отражает реальное поступление и расходование денег на счета предприятия в течение определенного периода времени. Исходный элемент метода – выручка от реализации.

Анализ денежных потоков удобно проводить при помощи отчета о движении денежных средств. Согласно международному стандарту финансовой отчетности (IAS7) этот отчет формируется не по источникам и направлениям использования средств, а по сферам деятельности предприятия – операционной (текущей), инвестиционной и финансовой. Он является основным источником информации для анализа денежных потоков.

Отчет о движении денежных средств составляется для того, чтобы наглядно увидеть воздействие текущей, инвестиционной и финансовой деятельности организации на состояние ее денежных средств за определенный период и объяснить изменения денежных средств за этот период.

Российские стандарты также выделяют составные части отчета о движении денежных средств: поступление и выбытие денежных средств в разрезе текущей, инвестиционной и финансовой деятельности организации.

Таблица 19

Анализ денежного потока прямым методом

Показатель		За отчетный период	За аналогичный период предыдущего года
наименование	код		
Остаток денежных средств на начало отчетного года			
Движение денежных средств по текущей деятельности			
Средства, полученные от покупателей, заказчиков			
Прочие доходы			
Денежные средства, направленные:			
на оплату приобретенных товаров, услуг, сырья и иных оборотных активов			
на оплату труда			
на выплату дивидендов, процентов			
на расчеты по налогам и сборам			
на прочие расходы			
Чистые денежные средства от текущей деятельности			
Движение денежных средств по инвестиционной деятельности			
Выручка от продажи объектов основных средств и иных внеоборотных активов			
Выручка от продажи ценных бумаг и иных финансовых вложений			
Полученные дивиденды			
Полученные проценты			
Поступления от погашения займов, предоставленных другим организациям			
Приобретение дочерних организаций			
Приобретение объектов основных средств, доходных вложений в материальные ценности и нематериальных активов			
Приобретение ценных бумаг и иных финансовых вложений			
Займы, предоставленные другим организациям			
Чистые денежные средства от инвестиционной деятельности			
Движение денежных средств по финансовой деятельности			
Поступления от эмиссии акций или иных долевых бумаг			
Поступления от займов и кредитов, предоставленных другими организациями			
Погашение займов и кредитов (без процентов)			
Погашение обязательств по финансовой аренде			
Чистые денежные средства от финансовой деятельности			
Чистое увеличение (уменьшение) денежных средств и их эквивалентов			
Остаток денежных средств на конец отчетного периода			
Величина влияния изменений курса иностранной валюты по отношению к рублю			

Косвенный метод основан на использовании данных двух основных форм финансовой отчетности (Бухгалтерского баланса и Отчета о прибылях и убытках). Согласно этому методу отправной точкой расчета является величина годовой прибыли (убытка) за анализируемый отчетный период, которую корректируют, прибавляя все расходы, не связанные с движением денежных средств (например, амортизационные отчисления), и вычитая все доходы, не связанные с денежными потоками.

Образование и расход денежных средств происходят при любом виде деятельности фирмы. В табл. 20 показано, какие операции, относящиеся к той или иной сфере деятельности (производственная, инвестиционная, финансовая), вызвали приток (+) и какие стали причиной оттока (–) денежных средств фирмы.

Все денежные потоки группируются по трем видам деятельности:

- 1 – **операционная (производственно-хозяйственная);**
- 2 – **инвестиционная;**
- 3 – **финансовая.**

Операционная деятельность. В денежные потоки включаются все потоки, связанные с основной деятельностью предприятия: оплата покупателями товаров и услуг, поступления от реализации товарно-материальных запасов, выплата заработной платы, налогов, оплата товаров и услуг и т.д. Эти статьи корректируются с учетом поступлений и расходов начисленных, но не оплаченных в денежной форме, или начисленных, но не требующих использования денежных средств. Кроме того, чтобы избежать повторного счета, в этом разделе исключается влияние на чистую прибыль тех статей, которые рассматриваются в разрезе инвестиционной или финансовой деятельности.

Инвестиционная деятельность охватывает операции, относящиеся к изменениям в долгосрочных активах предприятия: инвестициях в ценные бумаги, материальных и нематериальных активах.

Финансовая деятельность связана с привлечением необходимых финансовых ресурсов и выполнением финансовых обязательств.

Уменьшение запасов означает прирост финансовых ресурсов. Но точно к такому же результату приводит возникновение или увеличение кредиторской задолженности перед поставщиком – предприятие получает возможность не расходовать свои деньги в течение определенного времени, т.е. сокращает денежный отток, что равносильно

увеличению притока. «Сэкономил – значит, заработал». Таким образом, увеличение кредиторской задолженности также равносильно приросту финансовых ресурсов. Когда придет время погашать задолженность, предприятию придется платить, следовательно, снижение кредиторской задолженности уменьшает чистый денежный поток. С дебиторской задолженностью обратная ситуация: ее увеличение равнозначно сокращению чистого денежного потока, а снижение долга дебиторов означает дополнительный приток денег.

Можно вывести **общее правило**: увеличение статей собственного капитала и пассива, а также уменьшение статей актива отражают прирост денежных средств. Увеличение активных статей и снижение статей из правой стороны баланса свидетельствуют об использовании (вложении или инвестировании) денежных средств. Не все финансовые ресурсы предприятия находят полное отражение в бухгалтерском балансе: в нем показывается только нераспределенная (реинвестированная) часть прибыли, в то время как реальным ресурсом является общая величина заработанной предприятием чистой прибыли. Поэтому в качестве статьи прироста финансовых ресурсов следует брать общую сумму чистой прибыли из Отчета о прибылях и убытках, а сумму выплаченных дивидендов отражать как выполнение предприятием своих финансовых обязательств перед акционерами.

Таблица 20

Источники образования и использование денежных средств

ПРОИЗВОДСТВЕННАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ	ИНВЕСТИЦИОННАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ	ФИНАНСОВАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ
+ Чистая прибыль. + Амортизационные отчисления. – Убытки	+ Снижение стоимости внеоборотных активов (продажа оборудования) с учетом амортизации	+ Получение новых кредитов. – Погашение кредитов
+ Уменьшение запасов и дебиторской задолженности	– Прирост внеоборотных активов с учетом амортизации	+ Выпуск новых облигаций
– Рост запасов и дебиторской задолженности	+ Продажа долей участия. + Возврат финансовых вложений	– Погашение и выкуп облигаций
– Снижение обязательств. + Рост обязательств	– Покупка долевого участия. – Финансовые вложения	+ Эмиссия акций. – Выплата дивидендов

Еще одним важным источником финансовых ресурсов является амортизация основных средств, сумма которой вообще не может

быть определена из бухгалтерского баланса. Основные средства отражаются в нем по **остаточной стоимости**, т.е. за минусом начисленной амортизации. Следовательно, стоимость основных средств в балансе будет ежемесячно уменьшаться, даже если в его натуральном составе не будет происходить никаких изменений.

Приведенная таблица поможет трансформировать статьи отчета о прибылях и убытках в денежные потоки и составить отчет о движении денежных средств.

Использование обоих методов (прямого и косвенного) приводит к одинаковым результатам, но использование косвенного метода позволяет увидеть связь движения денежных средств и прибыли (убытка) одновременно, анализ денежного потока косвенным методом позволяет оценить качество управления денежными средствами на данном предприятии.

5.4. ОПРЕДЕЛЕНИЕ ОПТИМАЛЬНОГО ЗАПАСА ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ

Проблема хранения денежных средств на расчетном счете связана с тем, что, с одной стороны, необходимо обеспечить текущую ликвидность (платежеспособность) предприятия, а с другой – подерживать нормальный уровень доходности.

С позиции теории инвестирования денежные средства, находящиеся на расчетном счете, являются частным случаем инвестирования в товарно-материальные запасы (ТМЗ), поэтому модели управления товарно-материальными запасами используются для управления денежными средствами.

Формирование предприятием денежных запасов вызывается рядом причин, которые положены в основу соответствующей классификации остатков его денежных средств (рис. 14).

Операционный остаток денежных активов формируется с целью обеспечения текущих платежей, связанных с производственно-коммерческой (операционной) деятельностью предприятия: по закупке сырья, материалов и полуфабрикатов; оплате труда; уплате налогов; оплате услуг сторонних организаций и т.п. Этот вид остатка денежных средств является основным в составе совокупных денежных активов предприятия.

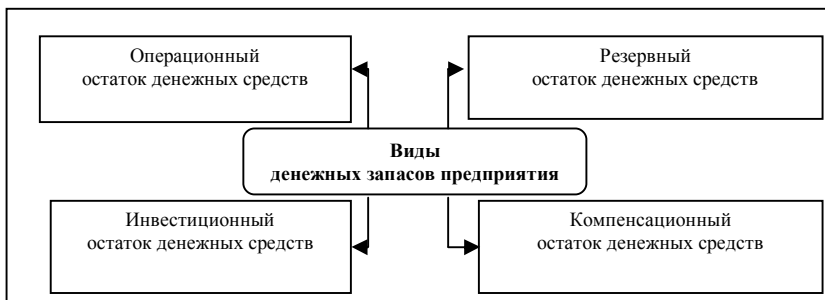


Рис. 14. Основные виды запаса денежных средств предприятия

Резервный остаток денежных активов необходим для страхования риска несвоевременного поступления денежных средств в связи с ухудшением конъюнктуры на рынке готовой продукции, несвоевременными расчетами дебиторов и др. На размер этого вида остатка денежных активов влияет доступность получения предприятием краткосрочных кредитов.

Инвестиционный остаток денежных средств формируется с целью осуществления эффективных краткосрочных финансовых вложений при благоприятной конъюнктуре в отдельных сегментах рынка денег. На современном этапе экономического развития страны подавляющее число предприятий не имеет возможности формировать этот вид денежных активов.

Компенсационный остаток денежных активов чаще всего формируется по требованию банка, осуществляющего расчетное обслуживание предприятия и оказывающего ему другие виды финансовых услуг. Он может представлять собой неснижаемую сумму денежных активов, которую предприятие должно хранить на своем расчетном счете, формирование такого остатка денежных активов является одним из условий выдачи предприятию банковского (необеспеченного) кредита и предоставления ему широкого спектра банковских услуг.

Рассмотренные виды остатков денежных активов характеризуют экономические мотивы формирования предприятием запасов денежных средств. Однако при формировании размера совокупного остатка денежных средств должен быть учтен каждый из перечисленных мотивов.

В финансовом управлении начали применяться различные модели управления запасами денежных средств еще в 50-х годах XX в. Рассмотрим наиболее простые из них с целью уяснения основных методологических подходов к данному управлению.

Модель BAT (Baumol – Allais – Tobin). В российских учебниках эта модель часто называется моделью Баумоля. Эта модель является классическим средством анализа проблем управления денежными средствами (рис. 15). Она предполагает, что предприятие начинает работать, имея целесообразный для него уровень денежных средств, которые затем постоянно расходует в течение некоторого периода времени (t_1). Все поступающие средства вкладываются в краткосрочные ценные бумаги. В мировой практике наиболее ликвидным активом считаются государственные ценные бумаги как наименее рискованные, но и имеющие минимальную доходность. Как только запас денежных средств истощается, предприятие продает часть ценных бумаг и тем самым пополняет запас денежных средств до первоначального уровня.

Однако для применения этой модели в реальных условиях необходима абсолютная стабильность.

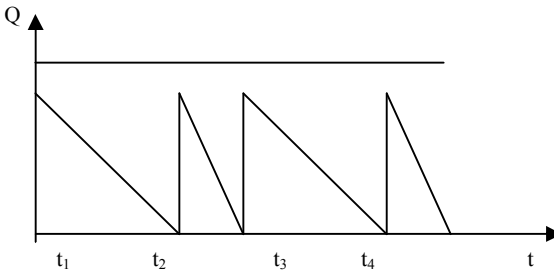


Рис. 15. Определение запаса денежных средств в соответствии с моделью Баумоля

В данных операциях неизбежны транзакционные издержки, например комиссионные в связи с продажей и покупкой ценных бумаг. Если сальдо денежных средств большое, возникают издержки неиспользованных возможностей (доход, который мог быть получен от использования данной суммы денег).

Для определения оптимальной стратегии управления остатками денежных средств необходимо знать три параметра:

- c – расходы на работу с ценными бумагами (это фиксированные платежи);
- V – прогнозируемая потребность в денежных средствах в периоде (год, квартал, месяц);
- r – приемлемая доходность по ценным бумагам (процентная ставка по легко реализуемым ценным бумагам).

Сумма пополнения (Q) вычисляется по формуле

$$Q = \sqrt{\frac{2 \times V \times c}{r}}. \quad (55)$$

Это и есть сумма оптимального запаса денежных средств.

Модель Миллера – Орра. Это модель более общего подхода, приближенная к современной реальности (рис. 16). Основная идея этой модели в том, что она действует в границах верхнего и нижнего пределов и планового денежного остатка. Остаток денежных средств на счете колеблется. Как только он достигает верхнего предела, предприятие начинает инвестировать денежные средства в ценные бумаги с целью вернуть их запас к нормальному уровню (точке возврата). Если запас достигает нижнего предела запаса денежных средств, то предприятие продает ценные бумаги и таким образом пополняет запас до нормального предела.

ДС



Рис. 16. Модель Миллера – Орра

Как и в модели ВАТ, оптимальное денежное сальдо зависит от издержек неиспользованных возможностей и транзакционных издержек, связанных с покупкой и продажей ценных бумаг. Для расчета оптимального запаса денежных средств в данной модели необходимо еще учитывать дисперсию чистого денежного потока (стандартное отклонение денежного потока в течение определенного периода).

Главная проблема заключается в определении разрыва между минимальной и максимальной суммой запаса денежных средств, что связано и со спецификой деятельности предприятия, и состоянием внешней среды, видами и уровнем риска.

Если обратиться к практике использования данной модели, то вначале менеджеры должны установить нижний предел, который является надежным запасом, т.е. это допустимый запас денежных средств. Оптимальное денежное сальдо будет зависеть от коммерческих расходов и издержек неиспользованных возможностей. Эти издержки связаны с неполучением прибыли от размещения данных запасов в ценных бумагах. Нужна добавочная информация – дисперсия чистого денежного потока за период.

По модели Миллера – Орра:

$$C = L + (3/4 \times F \times \sigma^2 / R)^{1/3}; \quad (56)$$

$$U = 3 \times C - 2 \times L; \quad (57)$$

$$\text{Среднее денежное сальдо} = (4 \times C - L) / 3. \quad (58)$$

Вывод этих формул сложен, но приведем пример, который покажет относительно простые расчеты и возможность применения этой модели в управлении запасами денежных средств предприятием.

Пример: Пусть затраты на операции с ценными бумагами будут равны 10 руб., процентная ставка по доходу – 1% в месяц, стандартное отклонение месячных чистых денежных потоков равно 200 руб. Дисперсия чистых денежных потоков составляет:

$$\sigma^2 = (200)^2 = 40\,000.$$

Пусть минимальное денежное сальдо (L) составляет 100 руб. Можем посчитать плановое денежное сальдо:

$$C = 100 + (3/4) \times 10 \times 40\,000 / 0,01^{1/3} = 100 + (30\,000\,000)^{1/3} = 100 + 311 = 411 \text{ (руб.)}.$$

Рассчитаем верхний предел запаса денежных средств:

$$U = 3 \times C - 2 \times L = 3 \times 411 - 2 \times 100 = 1033 \text{ (руб.)}.$$

$$\text{Тогда среднее денежное сальдо} = (4 \times 411 - 100) / 3 = 515 \text{ (руб.)}.$$

Модель Миллера – Орра показывает: чем выше неопределенность (среднее квадратичное отклонение), тем больше разность между плановым и минимальным сальдо, т.е. тем выше верхний предел и среднее денежное сальдо.

5.5. ОПРЕДЕЛЕНИЕ ПОТРЕБНОСТИ В КРАТКОСРОЧНОМ ЗАИМСТВОВАНИИ

Прогнозирование денежного потока предприятия заключается в определении возможных оттоков денежных средств и возможных источников их поступления.

Порядок прогнозирования денежного потока:

1. Прогнозирование денежных поступлений.
2. Прогнозирование оттока денежных средств.
3. Расчет излишка или недостатка денежных средств в определенный период.
4. Прогнозирование потребности в дополнительных финансовых ресурсах в отдельные периоды.

Проведем расчет на примере составления бюджета денежных средств на квартал какого-то года (табл. 21).

Пример: Пусть предприятие отгружает продукцию на следующих условиях:

60% продукции отгружается с отсрочкой платежа в 1 мес, остальные 40% отгруженной продукции оплачивается сразу, в том же месяце. Анализ расчетов за предшествующий период показал, что не все покупатели рассчитываются вовремя, 20% из них задерживают платеж еще на 1 мес.

План по отгрузке продукции на планируемый квартал:

1-й мес – 450 ден. ед.;

2-й мес – 500 ден. ед.;

3-й мес – 520 ден. ед.

В два предыдущих квартала отгрузка составила 500 и 510 ден. ед. соответственно.

Для расчетов используем формулу, которая показывает баланс дебиторской задолженности, отгрузки продукции и полученной денежной выручки:

$$Д^T \text{ н.п.} + TR = Д^T \text{ к.п.} + ДП, \quad (59)$$

где $Д^T \text{ н.п.}$ – дебиторская задолженность на начало периода; TR – выручка методом начисления; $Д^T \text{ к.п.}$ – дебиторская задолженность на конец периода; $ДП$ – денежные поступления.

Таблица 21

Расчет поступления денежных средств от реализации продукции, ден. ед.

Показатели	1-й мес	2-й мес	3-й мес
Дебиторская задолженность на начало периода	100	65,2	88
Отгрузка продукции	450	500	520
В т.ч. с отсрочкой платежа	270	300	312
Денежная выручка (итого)	$484,8=180+244,8+60$	$477,2=200+216+61,2$	$502=208+240+54$
В т.ч. оплата в том же месяце	180	200	208
80% отгрузки с отсрочкой платежа прошлого месяца	244,8	216	240
20% отгрузки с отсрочкой платежа позапрошлого месяца	60,0	61,2	54
Дебиторская задолженность на конец периода	$65,2=100+450 - 484,8$	$88=65,2+500 - 477,2$	$106=88+520 - 502$

На первом этапе мы спланировали только поступление денежной выручки, но предприятие еще планирует и другие возможные поступления денежных средств (например, от продажи каких-то активов), но и денежные платежи тоже. Пусть данную работу за нас провели работники финансово-экономических служб предприятия (табл. 22).

Таблица 22

Притоки и оттоки денежных средств на планируемый период, ден. ед.

	1-й мес	2-й мес	3-й мес
1. Притоки:			
– от реализации продукции	484,8	477,2	502,0
– прочие притоки	34,2	52,8	77,0
Итого притоки...	519,0	530,0	579,0
2. Оттоки:			
– оплата поставщикам	450,0	500,0	550,0
– прочие оттоки	27,0	45,0	87,0
Итого оттоки...	477,0	545,0	637,0
Избыток или недостаток денежных средств	+42,0	(15)	(58)

Проведем расчет потребности в краткосрочном финансировании (табл. 23).

Таблица 23

Определение потребности в краткосрочном финансировании

Показатели	1-й мес	2-й мес	3-й мес
Остаток денежных средств на нач. периода	75,0	117,0	102,0
Избыток (недостаток) денежных средств за период	+42,0	(15,0)	(58,0)
Остаток ден. средств на конец периода	117,0	102,0	44,0
Оптимальный запас денежных средств	100,0	100,0	100,0
Потребность в краткосрочном финансировании	Нет	Нет	$56,0 = 100 - 44$

Таким образом, планирование денежных потоков позволило нам определить проблемы третьего месяца, запланировать возможную нехватку денег и заранее подумать о способе получения данной суммы.

5.6. МЕТОДЫ УПРАВЛЕНИЯ ДЕНЕЖНЫМИ СРЕДСТВАМИ И КЛАССИЧЕСКИЕ СПОСОБЫ ПРЕОДОЛЕНИЯ ЛОКАЛЬНОГО ДЕНЕЖНОГО ДЕФИЦИТА

5.6.1. Методы управления денежными средствами предприятия

Управление денежными средствами осуществляется совместно фирмой и обслуживающим его банком, но эффективность этой работы зависит от эффективности работы финансового управляющего.

Основным методом управления денежными активами является **синхронизация денежных потоков**. Она проводится на основе бюджета поступления и расходования средств в предстоящем периоде. Изучается диапазон колебаний остатка денежных активов предприятия в разрезе более коротких периодов (месяц, декада, неделя, день). Этот диапазон колебаний определяется по отношению к минимальному и среднему показателям в предстоящем периоде.

Ускорение процесса погашения дебиторской задолженности с момента совершения продажи в кредит происходит, в первую очередь, за счет использования современных форм рефинансирования дебиторской задолженности (учета векселей, факторинга, форфейтинга и т.д.).

Сокращение расчетов наличными деньгами также способствует более оперативной работе с денежными средствами.

Открытие «кредитной линии» в банке обеспечивает оперативное поступление средств краткосрочного кредита при необходимости срочного пополнения остатка денежных средств.

Частичная предоплата поставляемой продукции, если это не приводит к снижению объема ее реализации, также позволяет иметь более надежные денежные потоки на предприятии. Этот метод логичнее использовать при реализации продукции, имеющей большой спрос на рынке.

Важнейшей функцией управления денежными средствами является **контроль**. Ничто так не способствует контролю за денежными средствами, как **централизация расчетов с кредиторами**. Это позволяет финансовому менеджеру правильно оценить поступающие потоки денежных средств по фирме в целом и составить график необходимых выплат.

Следующая задача, которая ставится перед финансовым менеджером, – обеспечение рентабельного использования временно сво-

бодного остатка денежных активов. На этом этапе формирования политики управления денежными средствами разрабатывается система мероприятий по минимизации уровня потерь альтернативного дохода в процессе их хранения и противоинфляционной защиты.

Важное место в политике управления денежными активами должно занимать **построение эффективных систем контроля**. Объектом такого контроля являются совокупный уровень остатка денежных активов, обеспечивающих текущую платежеспособность предприятия, а также уровень эффективности сформированного портфеля краткосрочных финансовых вложений предприятия.

Для временного хранения остатков денежных активов можно использовать **краткосрочные денежные инструменты инвестирования** (в первую очередь, депозитных вкладов в банках), можно использовать низкорисковые фондовые инструменты (государственные краткосрочные облигации, краткосрочные депозитные сертификаты и т.д.) при условии их достаточной ликвидности.

5.6.2. Факторинг и форфейтинг как классический способ преодоления локального денежного дефицита

При определенных условиях у предприятия может возникнуть **локальный (незапланированный) денежный дефицит**, или кассовый разрыв в связи с нарушением общего процесса реализации под влиянием как внешних, так и внутренних факторов.

К классическим способам преодоления локального денежного дефицита относятся:

- факторинг и форфейтинг;
- учет векселей;
- использование скидок за досрочную оплату поставки (опосредованное финансирование).

Факторинг и форфейтинг – основные инструменты финансового маркетинга – до недавнего времени были в диковинку в российской банковской действительности. Сегодня рынок этих услуг растет. Кому же выгодны и чем отличаются эти виды деятельности? Попробуем разобраться.

Факторинг – вид посреднической деятельности, за основу которой берется управление дебиторской задолженностью. Факторинг – это покупка банком или специализированной компанией денежных

требований поставщика к покупателю и их инкассация за определенное вознаграждение. Более общее определение факторинговых операций содержится в Конвенции Международного института унификации частного права (ЮНИДРУА) по международным факторным операциям, принятой в Оттаве в 1988 г. Согласно этому документу, контракт по факторным операциям является таковым, если поставщик уступает факторинговой фирме свои требования к покупателям, а факторинговая компания, в свою очередь, берет на себя не менее двух из следующих обязанностей:

- кредитование поставщика;
- ведение учета требований к покупателям;
- предъявление к оплате требований;
- защита от неплатежеспособности покупателей, т.е. страхование кредитного риска.

Факторинговые операции возникли на основе коммерческого кредита, который предоставляется продавцами покупателям в виде отсрочки платежа за проданные товары. Изменение требований к расчетам с точки зрения ускорения оборота средств вызвало необходимость для поставщиков искать пути решения проблемы дебиторской задолженности. Факторинг является сравнительно новой эффективной системой улучшения ликвидности и уменьшения финансового риска при организации платежей. Коммерческие банки, развивая эти операции, дополняют их элементами бухгалтерского, информационного, рекламного, сбытового, юридического, страхового и другого обслуживания клиентов. Это позволяет расширять круг клиентов банка, усиливать связь с ними, увеличивать прибыль банка за счет расширения операций.

В соответствии с Конвенцией о международном факторинге операция считается факторингом в том случае, если она удовлетворяет как минимум двум из четырех признаков:

- 1) наличие кредитования в форме предварительной оплаты долговых требований;
- 2) ведение бухгалтерского учета поставщика, прежде всего учета реализации;
- 3) инкассирование его задолженности;
- 4) страхование поставщика от кредитного риска.

Вместе с тем в ряде стран к факторингу по-прежнему относят и учет счетов-фактур – операцию, удовлетворяющую лишь одному – первому из указанных признаков.

Финансовые институты, которые предоставляют факторинговые услуги, называются фактор-фирмами. Они создаются крупнейшими банками (или сами банки выполняют функции фактор-фирм), что обеспечивает высокую надежность факторинговых сделок и минимальные издержки для клиентов. Разветвленная сеть специализированных филиалов для факторингового обслуживания предприятий в различных странах создана крупными транснациональными корпорациями. На международном уровне действует ассоциация «Фэкторз чейн интернэшл», членами которой являются 95% факторинговых компаний из 40 стран мира.

В операции факторинга обычно участвуют три лица: фактор (банк) – покупатель требования, первоначальный кредитор (клиент) и должник, получивший от клиента товары с отсрочкой платежа.

Операция факторинга заключается в том, что компания-фактор покупает долговые требования (счета фактуры) клиента на условиях немедленной оплаты до 80–90% стоимости отфактурованных поставок и уплаты остальной части, за вычетом процента за кредит и комиссионных платежей, в строго обусловленные сроки независимо от поступления выручки от дебиторов.

Факторинговое обслуживание наиболее эффективно для малых и средних предприятий, которые традиционно испытывают финансовые затруднения из-за несвоевременного погашения долгов дебиторами и ограниченности доступных для них источников кредитования. Вместе с тем не всякое предприятие, относящееся к категории малого или среднего, может воспользоваться услугами факторинговой компании. Так, факторинговому обслуживанию не подлежат:

- предприятия с большим количеством дебиторов, задолженность каждого из которых выражается небольшой суммой;
- предприятия, занимающиеся производством нестандартной или узкоспециализированной продукции, спрос на которую не постоянен;
- предприятия, реализующие свою продукцию на условиях послепродажного обслуживания, практикующие бартерные сделки;
- предприятия, заключающие со своими клиентами долгосрочные контракты и выставляющие счета по завершении определенных этапов работ или до осуществления поставок (авансовые платежи).

Факторинговые операции также не производятся по долговым обязательствам физических лиц, филиалов или отделений предприятия.

Подобные ограничения обусловлены тем, что в указанных случаях факторинговой компании достаточно трудно оценить кредитный риск или не выгодно брать на себя повышенный объем работ, а также дополнительный риск, возникающий при переуступке таких требований, оплата которых может быть не произведена в срок по причине невыполнения поставщиком каких-либо своих договорных обязательств.

Помимо этого, поставщик должен производить товары или оказывать услуги высокого качества, иметь перспективы быстрого расширения производства и увеличения прибыли (только в этом случае предприятию будет выгодно оплачивать достаточно высокую стоимость услуг факторинговой компании) и сугубо временные причины нехватки денежных средств – из-за несвоевременного погашения долгов дебиторами, а также недостаточного уровня прибыли, чрезмерных товарных запасов и трудностей, связанных с производственным процессом.

Факторинговые операции подразделяются на:

- **внутренние**, если поставщик, покупатель и фактор-фирма находятся в одной стране, и международные, если какая-либо из трех сторон находится в другом государстве;
- **открытые**, если должник уведомлен об участии в сделке факторинговой компании, и закрытые (конфиденциальные);
- **с правом регресса**, т.е. с правом требования к поставщику вернуть оплаченную сумму или оплатить непогашенную задолженность, и без права регресса;
- **с кредитованием поставщика** в форме предварительной оплаты или оплаты требований к определенной дате.

За последние 10 лет количество факторинговых компаний в мире увеличилось в 3,4 раза, а их совокупный оборот – в 3,6 раза. В России также осуществляется продажа долгов, обусловленная необходимостью уменьшения объема неплатежей. Однако российский рынок данных операций еще очень узок и монополизирован. Крупнейшей финансовой корпорацией, занимающейся факторингом, является НФК «Уралсиб-НИКойл», доля которой на российском рынке факторинга составляет более 50%. Данная корпорация является российским учредителем Восточно-Европейской факторинговой ассоциации (ВЕФА) и единственным российским представителем в старейшей факторинговой ассоциации International Factors Group (IFG) // www.factoring.ru

Более широкому распространению такой практики препятствует низкая ликвидность компаний реального сектора. Данная работа могла бы осуществляться более эффективно при условии кредитной поддержки со стороны коммерческих банков (табл. 24). Тип договора, широко применяемый в международной практике под названием «факторинг», в РФ впервые получил закрепление в части второй нового Гражданского кодекса РФ.

Таблица 24

**Сравнение условий предоставления средств
при факторинге и банковском кредите**

Условия предоставления денежных средств	Факторинг	Кредит
Целевой характер предоставления денежных средств	Не предусматривает целевого характера	Предусматривает строго целевое использование
Погашение денежных средств	Погашение из денег, поступающих от дебиторов компании	Погашение осуществляет компания
Срок	На срок фактической отсрочки платежа	На срок до 1 года
Время предоставления	В день поставки товара	В обусловленный договором день
Обеспечение	Уступленное денежное требование	Залог, гарантии
Ограничения при предоставлении денежных средств	Размер фактического финансирования не ограничен и может безгранично увеличиваться по мере роста объема продаж клиента	Кредит выдается на заранее обусловленную сумму
Оформление	Автоматически при предоставлении накладной и счета-фактуры	Оформление после предоставления документов
Дополнительные услуги	Дополнительный сервис: управление дебиторской задолженностью, покрытие рисков, связанных с поставками на условиях отсрочки платежа, консалтинг и др.	Нет

Форфейтинг – форма кредитования торговой операции, в ходе которой форфейтор выкупает долг, выраженный в оборотном документе на безоборотной основе у кредитора. Данное определение не несет в себе то обстоятельство, что покупатель долга, который называется **форфейтор**, берет на себя обязательство об отказе – **форфейтинге** – от обращения регрессивного требования к кредитору при

невозможности получения удовлетворения у должника. Обратное обязательство покупается со скидкой.

Исторически форфейтинг возник в результате того, что ряд банков г. Цюриха стали использовать механизм форфейтинга для финансирования покупки зерновых культур. В то время конкуренция между поставщиками была настолько серьезной, что покупатели стали предъявлять требования увеличить сроки кредитов. Произошло повышение роли кредита в системе международной торговли, и поставщики стали искать новые методы финансирования сделок. Европейские бизнесмены стали все неохотнее предоставлять кредиты, и поставщики стали использовать новые технологии финансирования сделок.

Механизм форфейтинговых операций используется при совершении 2 видов сделок:

- при финансовых сделках – для более быстрой реализации долгосрочных финансовых обязательств;
- при экспортных сделках – в качестве содействия поступлению наличности экспортеру, предоставившему заем иностранному заказчику.

Таким образом, **факторинг и форфейтинг** – два разных вида деятельности, и выгодны они в абсолютно разных ситуациях. Факторинг широко используют малые и средние компании, имеющие большие амбиции для развития. Здесь факторы смотрят не на историю клиента, а на его будущие объемы продаж. Форфейтинг привлекателен для крупных компаний и корпораций, не имеющих достаточно свободных средств, и особенно привлекательным становится для экспортеров, выходящих на новые рынки сбыта.

Факторинг используется для краткосрочного привлечения ресурсов и, согласно экспертным мнениям, идеален для использования предприятиями, торгующими потребительскими товарами. Используя форфейтинг, экспортер полностью снимает с себя какие-либо риски, связанные с учетом задолженности, а импортер получает фиксированные ставки, выгодный график платежей и возможность получения определенных льгот.

Факторинговые операции применяются для финансирования поставок потребительских товаров со сроком кредитования от 90 до 180 дней, а форфетирование – со сроком кредитования от 6 мес до 6 лет.

5.6.3. Учет векселей как способ преодоления кассовых разрывов

Учет векселей состоит в том, что векселедержатель (предприятие, имеющее вексель, и у него возник локальный денежный дефицит) передает векселя банку по индоссаменту до наступления срока платежа по ним и получает за это вексельную сумму, уменьшенную на определенный процент. Тем самым предприятие решает проблему преодоления локального денежного дефицита и выполняет свои срочные обязательства. Сумма, которую удерживает банк, называется **учетным процентом, или дисконтом**.

Поскольку векселедержатель (предприятие), предъявивший вексель к учету, платеж по ним получает немедленно, не дожидаясь истечения срока платежа по векселю, то для него это означает фактически получение кредита от банка. Поэтому учет векселей банками традиционно рассматривается как один из способов предоставления займа. За такую операцию банк взимает определенный процент – дисконт. Процентная ставка по учету векселей устанавливается самим банком, а сумма дисконта рассчитывается по формуле

$$C = \frac{B \times T \times СП}{100\% \times 365}, \quad (60)$$

где C – сумма дисконта; B – сумма векселя; T – срок (в днях) до наступления платежа по векселю; $СП$ – годовая процентная ставка по учету векселей; 365 – количество дней в году.

Дисконт удерживается банком из суммы векселя сразу же в момент его учета.

В соответствии с вексельным законодательством, если векселедатель (покупатель продукции у предприятия – поставщика продукции) отказывается от оплаты по векселю в срок, обозначенный в векселе, то банк обращает свои требования на предприятие, у которого был куплен вексель. И предприятие – поставщик товара обязан удовлетворить требования по предъявленному векселю. Таким образом, все финансовые риски по операциям учета векселей несет предприятие, учитывающее вексель в банке.

Коммерческий банк, учитывая вексель клиента, может переучесть его в другом кредитном учреждении. Однако во всем мире наиболее распространенной является практика переучета векселей в Центральном банке страны.

В России Центральный банк кредитует коммерческие банки либо по их заявкам (по ставке рефинансирования), либо через кредитные аукционы. Но наиболее цивилизованный путь распределения кредитных средств – это переучет векселей, аккумулированных банками. Банк России разработал требования к векселям, принимаемым им к переучету. Вексель, переучитываемый Банком России, должен удовлетворять следующим требованиям:

- предприятие-поставщик должно быть резидентом;
- номинал векселя не должен быть менее 100 000 руб.;
- вексель должен быть составлен на русском языке, и все надписи и сумма также должны быть указаны на русском языке;
- срок платежа по векселю должен быть указан на определенный день. Не принимаются к переучету векселя со сроками «по предъявлении», «во столько-то времени от предъявления», «во столько-то времени от составления»;
- вексель не должен содержать условие начисления процентов на вексельную сумму;
- в качестве места платежа должен быть указан коммерческий банк, совершивший учет векселя;
- на векселе должна быть сделана пометка векселедателя «без протеста». Какие-либо ограничительные пометки не допускаются;
- вексель должен быть подлинным. Копии к переучету не принимаются;
- вексель должен быть составлен по единой форме, устанавливаемой Банком России.

Фактически эти векселя могут выписываться предприятиями-поставщиками под кредиты на пополнение оборотных средств, т.е. кредиты, дающие возможность предприятию работать, пока не поступят деньги от покупателей. Поэтому эти векселя должны покрываться реальной поставкой товара.

Кроме этого, предприятия, выписавшие вексель, не должны иметь просроченной задолженности по кредитам коммерческих банков, расчетам с поставщиками, бюджетом. Коммерческий банк вместе с заявкой по переучету векселей представляет в Банк России балансы предприятий и отчеты о финансовых результатах. Сам переучет Центральный банк РФ осуществляет путем покупки векселей у коммерческих банков с условием обратного выкупа. Срок, на который выкупаются векселя, не может быть менее 10 дней и более

90 дней до наступления срока платежа. Покупка производится путем зачисления на корреспондентский счет коммерческого банка суммы, равной номиналу векселя, за вычетом дисконта, устанавливаемого Банком России.

Вексельный кредит предоставляется только коммерческим банкам, удовлетворяющим следующим условиям:

- соблюдаются требуемые законодательством экономические нормативы;
- своевременно и в полном объеме выполняются резервные требования;
- имеется аудиторское заключение по годовому отчету;
- не допускается просроченная задолженность по кредитам Банка России.

Обратный выкуп векселей коммерческими банками и, соответственно, погашение вексельного кредита происходят путем списания его суммы с корреспондентского счета банка. Если на счете не окажется достаточной суммы, то займ переводится в разряд просроченных сумм и по нему начисляется пеня.

5.6.4. Использование скидок за досрочную оплату поставки для преодоления локального денежного дефицита

Правило расчетов в современном мире – предоставление отсрочек платежа. Это обеспечивает и повышение конкурентоспособности предприятия в условиях конкуренции.

Выбирая поставщика, покупатель предельно внимательно оценивает условия оплаты товара.

Рассматривая данную ситуацию с точки зрения движения денег и преодоления локального денежного дефицита у поставщика, рассмотрим вариант получения денег за поставку продукции в сроки, иные, чем определено договором с учетом необходимости предложения определенных выгод для покупателя.

Ситуация локального денежного дефицита заставляет поставщика обратиться к покупателю с просьбой оплатить поставку раньше, у продавца возникает проблема, связанная с наличием или отсутствием у него денег в данный момент. При грамотном планировании денежных потоков лишних денег быть не должно, тогда необходимо

будет занимать или отказаться от предложения оплатить раньше, но со скидкой с цены поставки.

Поэтому прежде чем принять окончательное решение, необходимо рассчитать цену отказа от скидки и рассмотреть альтернативные варианты финансирования.

Цена отказа от скидки =

$$= \frac{\% \text{ скидки}}{100\% - \% \text{ скидки}} \times 100\% \times \frac{365}{t_{\text{макс. отсрочки}} - t_{\text{предост. отср. плат.}}}. \quad (61)$$

Практический пример: Предприятие «Поставщик» отгрузило «Покупателю» продукции на сумму 1,5 млн руб. и предоставило по договору отсрочку платежа 25 дней. У «Поставщика» возникла ситуация локального денежного дефицита: денежные средства, которые должны были поступить, не поступили, в ближайшее время необходимо погасить свои обязательства на 1 млн руб. Предприятие «Поставщик» обращается к покупателю с просьбой оплатить товар досрочно (в течение 3 дней) и предлагает скидку с цены товара (2%).

Предприятие «Покупатель» должно принять или отклонить данное предложение. Если у «Покупателя» в данный момент есть свободная сумма денег в 1 млн, то без проблем можно согласиться, если же таких денег нет, то при согласии на досрочную оплату надо искать деньги. Где их взять? В банке. Ставка процента за кредит – 20%.

Тогда надо оценить выгодность для себя данного предложения. Обратите внимание, данную ситуацию мы рассматриваем с точки зрения движения денег, а не с точки зрения финансового результата.

Рассчитаем цену отказа от скидки:

$$Ц = [5\% / (100\% - 5\%)] \times 100\% \times [365 / (25 - 3)] = 87,3\%.$$

Поскольку цена отказа от скидки больше, чем ставка процента за кредит, на такое предложение можно откликнуться. Тогда возникает два вопроса:

1. Какую сумму кредита брать?
2. На сколько дней оформлять кредит?

Кредит надо брать на стоимость поставки за минусом суммы скидки с цены (1425 тыс. руб.) на 22 дня.

Что же дает согласие на досрочную оплату покупателю? Суть в увеличении денежного притока у предприятия «Покупатель» в результате совершения данной операции.

Оплачивая досрочно, «Покупатель» платит меньше на 75 тыс. руб., но необходимо брать кредит и платить за это.

Сумма процентов за кредит составит:

$$1425\,000 \times 0,2 \times 22/365 = 17\,178 \text{ руб.}$$

Таким образом, дополнительно в денежном потоке окажется сумма, равная 57 822 руб., которую предприятие «Покупатель» может использовать по своему усмотрению, а «Продавец» получит 1425 тыс. руб. и выполнит свои финансовые обязательства.

Контрольные вопросы

1. Понятие денежного потока и его расчет.
2. Классификация видов денежных потоков.
3. Этапы управления денежными средствами на предприятиях.
4. Понятие финансового цикла и его практическое использование.
5. Сущность прямого и косвенного анализа денежных потоков.
6. Порядок планирования денежной выручки от реализации.
7. Определение потребности в краткосрочном финансировании деятельности предприятия.
8. Факторинг и форфейтинг как способы преодоления локального денежного дефицита.
9. Учет векселей и его использование в преодолении локального денежного дефицита.
10. Использование скидок с цены как способ стимулирования досрочной оплаты поставки.
11. Принципиальное отличие определения запаса денежных средств в соответствии с моделью ВАТ и моделью Миллера – Орра.

Задания для самостоятельной работы

1. Составьте отчет о денежных потоках предприятия, если:

АКТИВ			ПАССИВ		
	Начало периода	Конец периода		Начало периода	Конец периода
Основные средства	62100	65000	Нераспред. прибыль	11200	16950
Запасы материалов	26900	38000	Долгосрочный кред.	25000	25000
Готовая продукция	6000	17000	Краткоср. кредит	25900	26300
Денежные средства	3450	450	Кредитор. задолж.	22050	38200
Дебит. задолж.	29700	30000	Уставный капитал	44000	44000
ИТОГО...	128150	150450	ИТОГО...	128150	150450

Отчет о прибыли и убытках

Выручка от реализации	75000
Общие затраты	38000
Амортизация	22000
Проценты за кредит	7435
Чистая прибыль	5750
Дивиденды не выплачиваются.	

Сделайте комментарий по полученным результатам.

2. Рассчитайте поступление денежной выручки за 4, 5, 6-й мес, если планируется отгрузка продукции:

- 1-й мес – 520 ден. ед.
- 2-й мес – 600 ден. ед.
- 3-й мес – 540 ден. ед.
- 4-й мес – 620 ден. ед.
- 5-й мес – 550 ден. ед.
- 6-й мес – 450 ден. ед.

Отгруженная продукция оплачивается следующим образом: 30% продукции отгружается с отсрочкой платежа на 1 мес, за 70% деньги получают сразу. Из дебиторов только 20% рассчитываются вовремя, остальные задерживают оплату еще на 1 мес. Оценка на предстоящий период: 1% продукции вовсе могут не оплатить.

3. Рассчитайте финансовый цикл, если время обращения запасов – 45 дней, время обращения кредиторской задолженности – 30 дней, время обращения дебиторской задолженности – 25 дней. Какова потребность в финансировании, если средняя однодневная выручка составляет 120 тыс. руб.?

Глава 6

ФИНАНСОВАЯ СТРАТЕГИЯ И ФИНАНСОВОЕ ПРОГНОЗИРОВАНИЕ НА ПРЕДПРИЯТИИ

Настоящая глава посвящена изучению важнейшего блока вопросов финансового менеджмента, а именно, методам финансового прогнозирования на предприятии.

Изучив данную главу, обучающийся должен:

Знать:

- цель, значение и задачи финансового планирования;
- особенности стратегического финансового плана;
- методы финансового планирования;
- компоненты модели финансового планирования.

Понимать:

- особенности стратегического и тактического финансового планирования.

Уметь:

- разрабатывать прогнозные финансовые документы (прогноз по прибыли и прогнозный бухгалтерский баланс) на основе использования метода процентной зависимости от продаж;
- разрабатывать прогнозные финансовые документы (план денежных потоков, план по прибыли, планируемый бухгалтерский баланс) на основе денежного потока.

6.1. ФИНАНСОВАЯ СТРАТЕГИЯ В ОБЩЕЙ СТРАТЕГИИ ПРЕДПРИЯТИЯ

Характерная черта современного менеджмента компании – усиленное внимание к стратегическим аспектам управления, связанным с формированием стратегии непрерывного развития компании в динамично меняющемся внешнем окружении.

По мнению аналитиков, в настоящий момент в хозяйственной практике России механизм стратегического управления находится в

процессе становления. Можно считать, что российский рынок вступил в стадию, когда отсутствие разработанной стратегии тормозит развитие организаций. Неудовлетворительное положение большинства потенциальных банкротов объясняется неудовлетворительной системой управления: при 100%-м решении задач производственной политики и обеспечения производства решаются всего 25 % задач инновационной политики, 20 % задач – по информационному обеспечению и только 12 % – по планированию стратегии. Практика показывает, что сегодня только 5 % существующих фирм разрабатывают стратегию, но именно они получают прибыль выше среднеотраслевой.

В то же время на Западе процесс разработки стратегии получил широкое распространение. Примером тому служит исследование KPMG «World Class Transaction 2003», в котором приводится статистика компаний, имевших удачный опыт сделок по слиянию и поглощению и формализовавших это в своих корпоративных стратегиях в том или ином виде:

- 91 % имели формализованную стратегию на уровне Совета директоров;
- 85 % имели задокументированную стратегию;
- 79 % представили стратегию своему персоналу;
- 71 % представили свою стратегию акционерам.

Многообразие подходов к понятию стратегии как со стороны теоретиков, так и со стороны практиков менеджмента определяет основное противоречие стратегического менеджмента на сегодняшнем этапе развития систем управления. *Стратегию* понимают как:

- искусство ведения сражений как средства для достижения цели;
- комплекс долгосрочных целей и способов их достижения, обеспечивающих взаимодействие с внешней средой;
- план управления фирмой, направленный на укрепление ее позиций, удовлетворение потребителей и достижение поставленных целей;
- линию поведения, рассчитанную на длительную перспективу для осуществления организацией ее предназначения и достижения намеченных целей;
- способ действия, новые правила принятия решений и установок, направляющие процесс развития организации; средство достижения результата; инструмент, который может помочь в условиях нестабильности;

- систему взаимосогласованных стратегических решений по основным направлениям деятельности и развития компании, определяющих его внутреннее и внешнее поведение.

Современные исследователи выделяют следующие периоды в развитии стратегического управления в компаниях: бюджетирование, долгосрочное планирование, стратегическое планирование и стратегическое управление.

Эпоха *бюджетирования* – первая ступень зарождения стратегического управления, характеризуется отсутствием формального планирования, особенно долгосрочного. Особенностью бюджетно-финансовых методов являются их краткосрочный характер и внутренняя направленность. Основное внимание уделяется контролю над отклонениями от бюджета, выявлению причин и принятию корректирующих действий.

В эпоху *долгосрочного планирования* основное внимание уделяется составлению прогноза продаж фирмы на несколько лет вперед на основе экстраполяции сложившихся в прошлом тенденций развития фирмы. На основании контрольных цифр, заданных в прогнозе продаж, определяются все функциональные планы по производству, маркетингу, снабжению, финансированию. Главная задача менеджеров состояла в выявлении разрывов и расхождений между прогнозируемым объемом сбыта, показателями прибыли и целями организации.

Основное положение *стратегического планирования* отвергает возможность изучения будущего компании на основе экстраполяции ее предшествующих результатов. Стратегическое планирование сконцентрировано на рыночной среде, в которой осуществляет свою деятельность фирма. Внимание уделяется не только прогнозированию, но и углубленному изучению рынка, в частности, анализу деятельности конкурентов и потребностей покупателей. Таким образом, цель стратегического планирования заключается в улучшении реакции компании на динамику рынка и поведение конкурентов.

Внедрение долгосрочного планирования в компаниях породило подход к стратегии как к комплексу целей, классический подход. Опираясь на классический подход, Чандлер из Гарвардского университета формулирует стратегию как определение базовых долгосрочных целей и задач предприятия, принятие направлений действий, выделение ресурсов, необходимых для выполнения этих целей. При таком подходе *стратегия* выражается совокупностью долго-

срочных целей и задач, обеспечивающих эффективное взаимодействие компании с внешней средой. Но любая цель формирует пространство решений, в котором компания всякий раз должна сделать лишь один наиболее оптимальный выбор с точки зрения развития самой компании.

Наряду с трактовкой стратегии как комплекса целей, в эпоху долгосрочного и стратегического планирования *стратегия* все чаще воспринимается *как план*. Она понимается как «детальный всесторонний комплексный план, предназначенный для того, чтобы обеспечить осуществление миссии организации и достижение ее целей». Стратегический план определяет конкретные способы и сроки достижения целей, т.е. упорядочивает систему целей в пространстве и времени эволюции компании.

Трактовка стратегии как некоего общего плана («плана всех планов») вполне характерна для отечественных компаний. С одной стороны, это объективно обусловлено инерционной преемственностью методов планирования, действовавших в период командно-административного хозяйства: с другой – рыночные субъекты также активно планируют свою деятельность, о чем достаточно убедительно писал Дж. Гэлбрейт. Поэтому стратегия в современных условиях нередко воспринимается как долгосрочный аналог бизнес-плана, формально необходимый для предоставления компании кредитов банковскими структурами или как аналог ежегодного отчета в сочетании с формулированием ориентиров развития на ближайшую перспективу.

Дальнейшее развитие стратегического планирования порождает определение стратегии как способа действий. Данное определение стратегии перекликается с предыдущим и является, в сущности, его продолжением. Основным аспектом здесь является подчеркивание новых правил действий с оглядкой на окружающую обстановку.

Системообразующими характеристиками стратегических решений являются:

- различные степени неопределенности;
- инновационность;
- структурные изменения во всех сферах деятельности компании;
- ресурсные ограничения;
- содействие обеспечению точных соответствий между деловой активностью и имеющимися ресурсами;
- согласование с критерием оптимальности развития компании;
- долгосрочные последствия.

Стратегия фиксирует, какие решения должна принимать компания в настоящем, чтобы достичь желаемых целей в будущем, исходя при этом из того, как будут изменяться и окружение, и условия жизни компании, т.е. стратегия – это как бы взгляд из будущего в настоящее.

Трансформационные процессы, происходящие в отечественных компаниях, на сегодняшнем этапе во многом связаны с изменениями в финансовой сфере. До последнего времени наши предприятия активно использовали практически единственную финансовую стратегию – лидерство по издержкам, отражающую традиционный подход Портера, основанную на дешевых ресурсах, которая в настоящий момент исчерпала себя практически полностью. Данная стратегия была актуальна в 1998 г., когда экономическому росту компаний способствовали такие финансовые факторы, как низкие цены на сырье, дешевые трудовые ресурсы, наличие незагруженных производственных мощностей. Но уже к 2006 г. цены на сырье по паритету покупательской способности валют сравнялись с мировыми, доля оплаты труда в ВВП превысила уровень 1990 г., налицо дефицит квалифицированных рабочих кадров, исчерпаны незагруженные производственные мощности. Поэтому дальнейшее развитие за счет экстенсивного использования старых финансовых подходов невозможно. И сегодня на первый план выходит использование новых стратегических финансовых подходов для обеспечения устойчивого развития компаний в современных условиях, что обуславливает необходимость самого серьезного анализа проблем и выработки практических рекомендаций в области разработки и реализации финансовой стратегии.

Понятие «финансовая стратегия», как и понятие «стратегия», в теории и на практике рассматривается широко и разнообразно, что связано не только с причинами, рассмотренными выше относительно понятия «стратегия», но и с тем, что многие авторы финансовую стратегию трактуют с точки зрения целей и функций финансового, а не стратегического менеджмента.

Анализируя многообразие определений понятия «финансовая стратегия», можно выделить финансовую стратегию как цель, план, способ действий, совокупность решений, что соответствует позиции стратегического менеджмента, и как способ управления финансами, что отражает позицию финансового менеджмента.

К определению финансовой стратегии как «всестороннего комплексного плана» склоняются многие авторы. Е.А. Балабанова определяет финансовую стратегию как общий план действий по обеспечению предприятия денежными средствами.

Достаточно популярно определение финансовой стратегии *как способа действий*. Определение финансовой стратегии как способа (модели) действий, являясь продолжением направления планирования, отрицает инновационный характер стратегии и отдает предпочтение реактивным действиям с оглядкой на окружающую обстановку.

Подходы к понятию финансовой стратегии *как системы решений* также присутствуют в современной управленческой мысли. Этот подход весьма привлекателен.

Часто встречаются определения финансовой стратегии с точки зрения финансового менеджмента. Например, финансовую стратегию определяют как способы привлечения, накопления и расходования финансовых ресурсов (Г.Б. Клейнер). В.Б. Акулов под финансовой стратегией фирмы понимает комплексное управление всеми активами и пассивами фирмы.

При формулировке понятия «финансовая стратегия» необходимо определить границу между финансовыми решениями и стратегическими финансовыми решениями. К сфере финансовой стратегии относятся решения, меняющие структуру финансовой деятельности компании. Все решения, осуществленные в определенных структурных рамках компании и не меняющие его финансовую структуру, относятся к управлению финансовой деятельностью. Таким образом, финансовые решения, касающиеся эффективного использования и управления имеющимися финансовыми ресурсами, целесообразно отнести к финансовой тактике. Стратегические финансовые решения направлены на создание, наращивание и изменение структуры финансового потенциала компании, на создание финансового потенциала для развития и модернизации производственного потенциала компании.

Реализация стратегических финансовых решений меняет финансовый потенциал компании, возможные варианты будущего.

Финансовая стратегия – это система решений, способствующих переходу компании на качественно новую ступень развития, предполагающих структурные изменения в финансовой сфере и удовлетворяющих критерию оптимальности развития компании.

Финансовая стратегия является основной, поскольку повышение прибыли или прибыльности является желаемым результатом для

большинства предпринимательских решений. Прибыль позволяет выразить эффективность любой стратегии, поскольку её реализация неизбежно связана с расходованием финансовых ресурсов, которые могут быть выражены через денежную стоимость. Игнорирование этого обстоятельства, как и чрезмерное его акцентирование, ведет к наиболее крупным потерям компании, что связано с отсутствием четкой финансовой стратегии.

Разработка любой стратегии осуществляется для получения наилучших финансовых показателей, и из всех возможных вариантов стратегических решений выбираются те, которые будут отвечать критерию оптимальности развития компании и удовлетворять системе ограничений, аналитически выраженных через конкретные финансовые результаты. Проработка финансовых стратегических решений обязательна при разработке любой стратегии, так как невнимание к финансовым аспектам может отозваться провалом общей стратегии и перечеркнуть перспективы стратегического развития компании. Достижение желаемого состояния компании в будущем невозможно без реализации финансовой стратегии, координирующей общую стратегию развития компании и задающей критерии оценки эффективности любой стратегии. Это подчеркивает активную роль финансовых решений в работе любой компании на протяжении всей его жизни и способствует укреплению его конкурентоспособности в зависимости от избранной финансовой стратегии.

Финансовые решения всегда являются приоритетными и в стратегии развития компании в целом, и при решении конкретных стратегических задач, обеспечивающих его устойчивость, жизнеспособность в условиях обостряющейся конкуренции. Это, в принципе, может позволить нам определить любую стратегию компании как финансовую, отнеся ее к классу общих стратегий.

Разработка финансовой стратегии – это часть общей стратегии развития компании, в силу чего она должна согласовываться с её видением будущего состояния компании, основываться на общих ресурсных ограничениях, удовлетворять критерию оптимальности развития компании. В свою очередь, и финансовая стратегия оказывает существенное влияние на общую стратегию компании, поскольку изменение ситуации на макроуровне и на финансовом рынке является причиной корректирования не только финансовой, но и общей стратегии развития компании. Таким образом, при разработке финансовой стратегии мы будем исходить из существования не

только *прямой* связи: стратегия компании – финансовая стратегия компании, но и из существования *обратной* связи: финансовая стратегия компании – стратегия компании.

В финансовой аналитике принято различать *традиционную* и *стейкхолдерскую* модели анализа (рис. 17).

Стейкхолдерская модель (Stakeholders model) – модель, учитывающая интересы как финансовых, так и нефинансовых владельцев капитала компании. Интерес к вопросам управления нефинансовым капиталом связан с активным выходом российского бизнеса на международные рынки, нарастанием конкуренции на внутреннем рынке. Компании понимают, что именно управление нематериальными активами, особенно связанными с ними рисками и возможностями, становится ключевым фактором устойчивости конкурентоспособности компании. Инвестиции в нематериальные активы уже приносят бизнесу ощутимые преимущества. К сожалению, большинство российских компаний недооценивают роль нематериальных активов, хотя инвестиции в них дают такой же, а иногда и больший эффект для стратегического развития, как и инвестиции в материальные активы компаний.

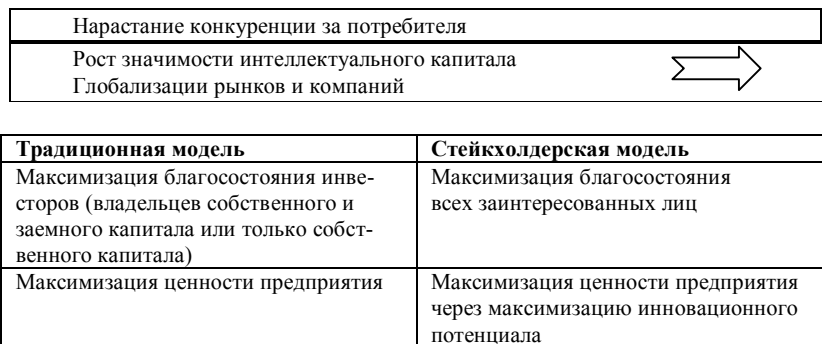


Рис. 17. Основные подходы к определению целевой функции стратегического развития

Чем более значимы в стратегии компании элементы интеллектуального капитала, тем больше следует при формализации модели обращаться к рекомендациям стейкхолдерской модели. Выбор целевого критерия в стоимостной модели анализа должен быть увязан с избранной стратегией развития компании и созданными ключевыми

компетенциями. Чем в большей степени в достижении цели требуется задействовать интеллектуальный капитал, тем большую значимость получает новый финансовый критерий – максимизация стоимости компании через максимизацию инновационного потенциала.

Существенными факторами, приводящими к трансформации критерия оптимальности финансового управления с традиционной стоимости на стейкхолдерскую стоимость, являются: накопленный человеческий капитал, структура капитала и роль кредиторов, система корпоративного управления.

Среди крупных российских компаний, использующих в своей работе модель роста стейкхолдерской стоимости, на наш взгляд, можно назвать стальную группу «Мечел», Новолипецкий металлургический комбинат, АО «Северсталь», «Связьинвест», «ТНК-ВР», «Евросет», «Вимм-Биль-Данн» и др. Все эти компании входят в 100 компаний России в 2007 г., занимающихся разработкой стратегии самым серьезным образом.

6.2. ЦЕЛИ, РОЛЬ, ЗАДАЧИ И ПРОЦЕСС ФИНАНСОВОГО ПЛАНИРОВАНИЯ НА ПРЕДПРИЯТИИ

Эффективное управление финансами на предприятии возможно лишь при планировании всех процессов на предприятии, всех денежных потоков и всех отношений, возникающих на предприятии. Финансовое планирование тесно связано и опирается на маркетинговый, производственный и другие планы предприятия, подчиняется миссии и общей стратегии предприятия.

Финансовое планирование – это процесс разработки системы финансовых планов и показателей по обеспечению развития бизнеса необходимыми финансовыми ресурсами для повышения эффективности деятельности предприятия в будущем.

Плану принадлежит координирующая роль, так как любое рассогласование деятельности фирм требует финансовых затрат на его преодоление. Финансовый план – это документ, в котором отражаются финансовая стратегия и способы ее реализации, обеспечивающий прибыльность, платежеспособность и финансовую устойчивость предприятия, а в целом – увеличение доходов собственника.

Классификация типов финансовых планов разными авторами дается по-разному: долгосрочный и краткосрочный (В.В. Кова-

лев); стратегический, тактический и оперативный (И.А. Бланк); стратегический, перспективный, комплексный, текущий оперативный (И.Т. Балабанов) и т.п.

Если придерживаться западной идеологии менеджмента, где превалирует стратегическое управление, то концептуально просматриваются два уровня финансового плана: стратегический и тактический. Состав показателей, степень их детализации зависят от планового периода.

Стратегическое планирование – процесс создания и поддержания стратегического соответствия между целями компании, ее потенциальными возможностями и шансами на успех в условиях рынка.

Модели процесса стратегического планирования представляют различную степень агрегирования и disaggregation отдельных этапов. На рис. 18 представлена схема процесса стратегического планирования.

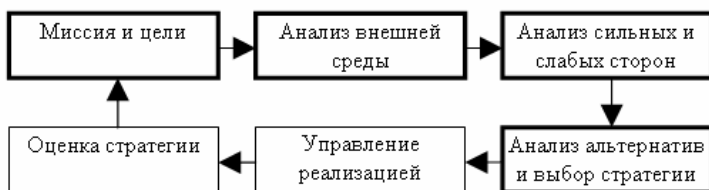


Рис. 18. Процесс стратегического планирования

Этапы, выделенные на рис. 18, составляют собственно процесс планирования стратегии. На первый взгляд, последовательность процесса стратегического планирования выглядит достаточно просто. Но эта простота кажущаяся, поскольку из-за наличия обратных связей между разными этапами работа над каждым из них может повторяться несколько раз, а их очередность только показывает последовательность начала каждого этапа. Сложность процесса планирования определяется и содержанием каждого этапа, требующего проведения большого объема исследовательской работы.

Стратегия – это компас, указывающий путь, вектор направления развития предприятия. Как правило, стратегия формируется высшим руководством и формулируется на качественном уровне или в виде общих количественных ориентиров.

Термины «стратегический» и «долгосрочный» не тождественны. Первый объемнее второго в концептуальном и содержательном смыслах, следовательно, и подходы стратегического и долгосрочно-го планирования качественно иные. Главное отличие состоит в трактовке будущего.

В системе долгосрочного планирования предполагается, что будущее может быть предсказано путем экстраполяции сложившихся структурных пропорций и тенденций. В системе стратегического планирования идут от настоящего к будущему, заменяя экстраполяцию анализом перспектив организации. Например, при прежнем подходе к планированию объем производства продукции планировался на основе сложившихся тенденций. Если в течение трех лет темп прироста объемов производства составлял 5, 10, 15%, то на перспективу будет запланировано 20%. При втором подходе вначале прогнозируют ситуацию будущего на основе анализа внешней среды (спроса, конъюнктуры рынка, покупательной способности населения и т.д.). Если спрос, покупательная способность населения падают, то и объем производства продукции на плановый период будет снижен. После анализа внешних факторов ведется анализ того, насколько поднимется эффективность производства с учетом использования информации по изменению влияния внешних факторов.

Следующее отличие состоит в применении методов планирования. Методологической основой при стратегическом подходе являются системный и ситуационный подходы (разработка сценариев будущих ситуаций, экспертные оценки, методы имитационного и стохастического моделирования и др.). Эти подходы отличают гибкость, адаптивность, маневренность.

Стратегический финансовый план представляет собой систему целей финансовой деятельности, направленных на максимизацию стоимости предприятия. Стратегические цели по длительности планируют, как правило, от года. К ним можно отнести темпы и пропорции финансовых показателей, философию финансовой политики. В качестве целевых стратегических нормативов по отдельным аспектам финансовой деятельности предприятия могут быть установлены:

- среднегодовой темп роста собственных финансовых ресурсов, формируемых из внутренних источников;
- рациональная доля собственного капитала в общем объеме используемого капитала предприятия;

- рентабельность собственного капитала;
- экономическая рентабельность предприятия;
- соотношение оборотных и внеоборотных активов предприятия;
- минимальный уровень денежных активов, обеспечивающих текущую платежеспособность предприятия;
- минимальный уровень самофинансирования инвестиций;
- предельный уровень финансовых рисков в разрезе основных направлений хозяйственной деятельности предприятия.

Философия финансовой политики должна обосновать наиболее важные аспекты финансовой деятельности по следующим направлениям:

- инвестиционная политика;
- политика заимствований;
- разработка учетной и налоговой политики;
- выработка кредитной политики;
- выбор дивидендной политики;
- финансовое обоснование ассортиментной политики;
- амортизационная политика.

Целью стратегического финансового планирования является обеспечение финансовой устойчивости на длительный период. Финансовая устойчивость отражает такое состояние финансовых ресурсов, при котором предприятие способно обеспечивать бесперебойный процесс производства и реализации продукции, его расширение и обновление.

Критерием эффективности финансовой стратегии может служить «золотое правило» экономики, описанное моделью:

$$T_{\pi} > T_{\text{в}} > T_{\text{а}} > T_{\text{ск}}, \quad (62)$$

где T_{π} – темп роста прибыли; $T_{\text{в}}$ – темп роста объема продаж (выручки); $T_{\text{а}}$ – темп роста активов; $T_{\text{ск}}$ – темп роста собственного капитала.

Если в результате разработки руководством финансовой идеологии и финансовых нормативов нарушается соотношение, рекомендованное моделью, то стратегию нужно корректировать до тех пор, пока она не будет удовлетворять критерию эффективности. Только в этом случае цель считается достигнутой.

Тактическое финансовое планирование является вторым уровнем финансового планирования. В разработанном тактическом плане должны отражаться конкретные мероприятия по реализации стратегических целевых нормативов, предложенных на высшем уровне. Тактически финансовые планы, как правило, разрабатываются руководителями среднего уровня.

Если временной период стратегического плана от года и дольше, то мероприятия тактического плана разрабатываются на год с любой степенью детализации: поквартально с разбивкой на месяцы, ежемесячно с разбивкой на декады, подекадно с разбивкой на дни. Степень детализации зависит от цели и уровня структурного подразделения фирмы.

Тактические финансовые планы в экономической англоязычной литературе принято называть бюджетом. Многие экономисты отличия плана от бюджета видят в том, что: а) план включает в себя и натуральные, и денежные показатели, а бюджет только денежные; б) период планирования в плане любой, а в бюджете – год.

Нам представляется, что различие понятий «план» и «бюджет» более глубокое и кроется в парадигме, в идеологии западного менеджмента в части финансового планирования. Так, в США четко разделяют понятия «планирование», «программирование» и «бюджетирование». План – это система целей и стратегий по их достижению. Программа – это комплекс мероприятий по реализации стратегий. Бюджет – это финансовое выражение целей, стратегий и намеченных мероприятий, реализующееся в сметах, графиках поступлений и расходов.

Если принять за основу парадигму западного менеджмента в концепции финансового планирования на российских предприятиях и в корпорациях и сказать об этом открыто, то сразу исчезнет поверхностное блуждание в терминах и возникнет четкая идентификация. «План» и «программа» соответствуют нашим концептуальным понятиям «стратегический финансовый план» и «финансовые политики», понятие «бюджет» соответствует понятию «тактический финансовый план».

С позиций глобализации экономических процессов целесообразно термин «тактическое финансовое планирование» заменить тождественным ему «бюджет».

Основные задачи финансового планирования:

- Обеспечение необходимыми финансовыми ресурсами производственной, инвестиционной и финансовой деятельности предприятия.

- Определение путей эффективного вложения капитала предприятия.
- Оценка степени рационального использования капитала.
- Установление рациональных финансовых отношений с партнерами по бизнесу, с банками, собственниками.
- Обоснование оптимальной величины и структуры издержек производства и обращения.
- Прогнозирование источников и размеров денежных поступлений и выплат.
- Обоснование рационального движения денежных средств, синхронизации их поступлений с платежами в определенные периоды времени.
- Контроль за финансовым состоянием предприятия.

Значение финансового планирования

Выработанные стратегии воплощаются в форму конкретных финансовых показателей:

- Финансовые планы являются инструментом получения внешних источников финансирования.
- Посредством финансового планирования возможно определить жизнеспособность инвестиционных проектов.

Финансовое планирование включает в себя **три подсистемы**:

1. Перспективное финансовое планирование.
2. Текущее финансовое планирование.
3. Оперативное финансовое планирование.

Каждая из подсистем финансового планирования имеет свои горизонты планирования, формы финансовых документов, которые составляются в рамках определенного вида планирования.

Методы планирования – это конкретные способы и приемы плановых расчетов. Планирование финансовых показателей осуществляется с помощью нескольких методов:

- расчетно-аналитического;
- нормативного;
- балансового;
- экономико-математического моделирования.

Расчетно-аналитический метод основан на корректировке базовых показателей (достигнутых результатов) на предполагаемые изменения в наступающем плановом периоде с учетом тенденций

роста (снижения) взаимосвязанных данных, намечаемых мероприятий по совершенствованию их структуры, ускорению роста и других количественных и качественных показателей. Метод применяется в тех случаях, когда отсутствуют финансово-экономические нормативы, а взаимосвязь между показателями может быть установлена не прямым способом, а косвенно, на основе изучения их динамики за ряд периодов. Путем использования этого метода могут быть установлены плановая потребность в оборотных активах, величина амортизационных отчислений и другие показатели.

Нормативный метод планирования финансовых показателей заключается в том, что на основе заранее установленных норм и нормативов определяется потребность предприятия в финансовых ресурсах и источниках их образования. Такими нормативами являются ставки налогов и сборов, нормы амортизационных отчислений, учетная ставка банковского процента и др. Нормативный метод планирования является самым простым и доступным. Поэтому актуальной проблемой является разработка экономически обоснованных норм и нормативов с целью формирования и использования денежных ресурсов и организации контроля над их соблюдением каждым структурным подразделением предприятия.

Содержание **балансового метода** планирования финансовых показателей состоит в достижении увязки имеющихся в наличии финансовых ресурсов и фактической потребности в них. Метод применяется при прогнозировании поступлений и выплат денежных средств на организацию деятельности предприятия и формирования средств для развития предприятия.

Экономико-математический метод моделирования в финансовом планировании позволяет определить количественное выражение взаимосвязей между финансовыми показателями и факторами, влияющими на их величину. Взаимосвязь выражается через экономико-математическую модель, которая представляет собой математическое описание экономических процессов с помощью математических методов и приемов. В модель включаются только основные определяющие факторы, при этом она может базироваться как на функциональной, так и на корреляционной связи – вероятностной зависимости, которая проявляется только в общем виде при большом количестве наблюдений и выражается уравнениями регрессии различного вида.

Компонентами модели финансового планирования являются:

1. Прогноз объема продаж.
2. Прогнозные отчеты.
3. Требования к активам.
4. Финансовые требования.
5. Экономические предположения.
6. «Предохранительный клапан».

Прогноз объема продаж является отправной точкой финансового планирования. При определении объема продаж должны быть учтены возможные изменения на рынках сбыта, предпочтений покупателей и др.

Прогнозные отчеты представляют собой основные финансовые документы, прогнозирующие финансовое и имущественное положение предприятия (прогноз денежных потоков, план по прибыли, плановый бухгалтерский баланс).

Требования к активам являются ориентиром в определении структуры активов, вспомним типы политики управления текущими активами.

Финансовые требования – это требования к структуре источников финансирования, соотношению собственного и заемного капитала, типу политики управления текущими пассивами.

Экономические прогнозы – определение основных параметров изменения внешней и внутренней среды предприятия (уровня процентных ставок, уровня инфляции, ставок налогов, изменения законодательства и его возможного влияния на положение предприятия, возможных изменений в технике и технологии производства и влияния на финансовые результаты).

«Предохранительный клапан» – совокупность мероприятий, которые обеспечат функционирование предприятия в рамках избранной финансовой политики.

6.3. МЕТОД ПРОЦЕНТНОЙ ЗАВИСИМОСТИ ОТ ПРОДАЖ

На основе метода процентной зависимости от продаж можно быстро и практично разработать прогнозные отчеты (табл. 25, 26). Основная идея этого метода состоит в том, что, учитывая взаимозависимость активов и пассивов от объема продаж, выделяются статьи Бухгалтерского баланса и Отчета о прибылях и убытках, изменяю-

щиеся в связи с изменением объема продаж и не изменяющиеся в связи с изменением объема продаж.

Практический пример: Проведем разработку основных прогнозных документов (Отчет о прибыли и убытках и Бухгалтерский баланс) на следующий год.

Пусть в нынешнем году оборот составил	3000 ден. ед.;
общие затраты предприятия –	2400 ден. ед.;
прибыль от продаж –	600 ден. ед.;
проценты к уплате –	144 ден. ед. (при ставке процента – 18%);
прибыль до налогов –	456 ден. ед.;
налог на прибыль –	91,2 ден. ед. (при ставке налога на прибыль – 20%);
чистая прибыль –	364,8 ден. ед.

Распределение чистой прибыли: на выплату дивидендов направляется половина чистой прибыли (182,4), остальная прибыль (182,4) остается на предприятии.

На следующий год планируется увеличить объем производства и, следовательно, продаж на 25%.

Составляем прогноз Отчета о прибылях и убытках, полагая, что мы работаем в рамках устойчивой финансовой политики и структура затрат для нас оптимальна.

Выручка от реализации – 3750 ден. ед.;
общие затраты предприятия – 3000 ден. ед.;
прибыль от продаж – 750 ден. ед.;
проценты к уплате – 144 ден. ед. (это предварительный расчет без учета возможности привлечения дополнительных кредитных ресурсов);

прибыль до налогообложения – 606 ден. ед.;
налог на прибыль – 121,2 ден. ед.;
чистая прибыль – 484,8 ден. ед.;
направляется на выплату дивидендов – 242,4 ден. ед.;
капитализируемая чистая прибыль – 242,4 ден. ед.

Отношение общих активов к объему продаж называется **коэффициентом интенсивности капитала**. Он говорит о сумме активов, которые необходимы для получения выручки на 1 руб. В данном случае коэффициент интенсивности капитала равен 1,02.

Таблица 25

Бухгалтерский баланс на текущий год

Активы	Сумма	Процент от продаж	Пассивы	Сумма	Процент от продаж
Внеоборотные активы			Капитал и резервы		
Основные средства	1800	60	Уставный капитал	800	—
Оборотные активы			Нераспределенная прибыль	1000	?
Запасы	600	20	Итого	1800	
Дебиторская задолженность	500	16,7	Долгосрочные обязательства	800	—
Денежные средства	160	5,3	Краткосрочные обязательства		
Итого обор. активы	1260	42	Кредиторская задолженность	360	12
			Доходы будущих периодов	100	—
Итого активы...	3060	102	Итого пассивы...	3060	

Составление прогноза бухгалтерского баланса проводится в несколько этапов:

1. Определяем новые значения активов и пассивов баланса в зависимости от объема продаж. Новая выручка равна 3750 ден. ед. Каждая статья баланса, зависящая от объема продаж, считается как процент от объема продаж (запасы должны быть равны 20% от новой выручки), аналогично считаются и другие статьи баланса, которые должны изменяться в соответствии с изменением объемов производства.

2. Выявляем расхождения по активам и пассивам баланса. Если активы больше, чем пассивы, то разница и составляет потребность в дополнительном финансировании.

3. Определяем действительную потребность в основных средствах. Если часть оборудования не загружена, то возможно и нет необходимости в дополнительных основных средствах, а значит, и дополнительных источниках финансирования.

4. Составляем окончательный прогнозный баланс, определяя необходимую сумму финансирования.

Таблица 26

Предварительный вариант прогнозного бухгалтерского баланса

Активы	Сумма	Изменение статьи баланса	Пассивы	Сумма	Изменение статьи баланса
Внеоборотные активы			Капитал и резервы		
Основные средства	2250	+450	Уставный капитал	800	–
Оборотные активы			Нераспределенная прибыль	1242,4	+242,4
Запасы	750	+150	Итого	2042,4	+242,4
Дебиторская задолженность	626	+126	Долгосрочные обязательства	800	–
Денежные средства	199	+39	Краткосрочные обязательства		
Итого обор. активы...	1575	+315	Кредиторская задолженность	450	+90
			Доходы будущих периодов	100	–
Итого активы...	3825	+765	Итого пассивы...	3392,4	332,4

Анализ предварительного баланса говорит о недостаточности источников финансирования для обеспечения необходимых активов. Следовательно, финансовый управляющий должен определить потребность в дополнительных средствах и наметить способы их получения, иначе проект не может быть реализован.

Нехватка финансовых ресурсов составляет: $3825 - 3292,4 = 432,6$ (ден. ед.),

или другой расчет: $765 - 332,4 = 432,6$ (ден. ед.).

Каковы возможные источники финансирования?

1. Обращаем внимание на изменение оборотных активов предприятия. Как помним, текущую деятельность предприятия целесообразно финансировать текущими пассивами. Текущие активы изменились на 315 ден. ед., а текущих источников финансирования прибавилось всего на 90 ден. ед. (увеличение краткосрочных обязательств). Возможными источниками финансирования в данной ситуации могут быть: краткосрочные кредиты, получение дополнительных отсрочек платежа по поставкам материалов и др. Решили брать краткосрочный кредит. Сколько брать? $315 - 90 = 225$ (ден. ед.).

2. Определившись с финансированием текущих активов, обращаем внимание на необходимость профинансировать увеличение внеоборотных активов. Внеоборотные активы увеличиваются на 450 ден. ед., приращение 3-го раздела баланса за счет чистой прибыли – 242,4 ден. ед. Нехватка – 207,6 (450 – 242,4).

Следовательно, источниками финансирования внеоборотных активов могут быть: долгосрочные займы и кредиты, при условии изменения финансовой политики предприятия – изменение доли выплат на дивиденды с тем, чтобы оставить большую сумму чистой прибыли на предприятии, тогда потребность в долгосрочных кредитах может уменьшиться.

3. Принимаем решение брать краткосрочный и долгосрочный кредиты. Тогда баланс может быть представлен табл. 27.

Таблица 27

Вариант прогнозного бухгалтерского баланса

Активы	Сумма	Изменение статьи баланса	Пассивы	Сумма	Изменение статьи баланса
Внеоборотные активы			Капитал и резервы		
Основные средства	2250	+450	Уставный капитал	800	–
Оборотные активы			Нераспред. прибыль	1242,4	+242,4
Запасы	750	+150	Итого	2042,4	+242,4
Дебиторская задолж.	626	+126	Долгосрочные обязательства	1007,6	+207,6
Денежные средства	199	+39	Краткосрочные обязательства		
Итого обор. активы...	1575	+315	Краткосрочный кредит	225	+225
			Кредиторская задолженность	450	+90
			Доходы будущих периодов	100	–
Итого активы...	3825	+765	Итого пассивы...	3825	+765

Это далеко не единственный вариант прогнозного баланса. Реальные условия и искусство и квалификация финансового управляющего могут найти массу вариантов определения рациональных

источников финансирования. Кроме того, на очередном этапе расчетов необходимо учесть появление дополнительных кредитных ресурсов, а за них надо платить. Следует пересчитать планируемый финансовый результат.

Возможна ситуация, когда пассивы могут быть больше активов. Эта ситуация возможна, когда предприятие получило хорошую прибыль. Тогда все равно надо балансировать данные бухгалтерского баланса, определяя либо направления и суммы финансовых или иных вложений предприятия, либо менять структуру пассивов предприятия, погашая часть кредитов или уменьшая кредиторскую задолженность.

В данной ситуации возможно рассмотреть и варианты «предохранительных клапанов», которыми могут быть либо выплаты дивидендов, либо изменение структуры капитала. И в том, и в другом случае речь идет об изменении финансовой политики предприятия.

6.4. ПРОГНОЗИРОВАНИЕ НА ОСНОВЕ ДЕНЕЖНОГО ПОТОКА

Прогнозирование на основе денежного потока связано с поэтапным составлением прогнозных финансовых документов.

1. Исходя из предполагаемых потоков денежных средств, составляется прогноз денежных притоков и оттоков. Рассчитывая чистый денежный поток за каждый период, одновременно следует определить и источник финансирования при условии недостатка денежных средств.

2. Составляется прогноз по прибыли, используя порядок определения выручки от реализации, планируемых затрат разного вида, использования кредитов и необходимости включения процентов за кредит при планировании прибыли.

3. Составляется прогнозный бухгалтерский баланс на основе первых двух документов, включая дебиторскую и кредиторскую задолженность, уставный капитал и нераспределенную прибыль (непокрытый убыток), задолженность по обязательным платежам, наличие активов, наличие кредита.

Пример прогнозирования на основе денежных потоков следует рассматривать на конкретном примере.

**Задание для выполнения практической работы
по прогнозированию на основе денежных потоков**

Условия для разработки прогнозных отчетов:

На основе новых технологий решено производить прибор, который не имеет аналога. Организатор данного производства рассматривает финансовые требования для производства. Производство организует разработчик технологии, сам же будет работать, надо нанять работника, арендовать помещение, купить оборудование, провести маркетинговые исследования, организовать рекламу, найти покупателей. Он обратился к фирме, которая оценила возможности реализации новинки и нашла покупателя.

Единовременные расходы на маркетинговые исследования составляют 10000 ден. ед. (везде данные будут в соответствующих денежных единицах).

Средние затраты на материалы составляют 70% от оборота за один месяц.

Стоимость оборудования – 30000. Следует оплатить сразу. Срок службы – 5 лет.

Арендная плата – 6800 в год. Оплата ежеквартально авансом.

Заработная плата 14400 в год. Выплата заработной платы – ежемесячно.

Затраты на рекламу – 18000 в год. Оплата расходов ежемесячно равными долями.

Личные расходы – 2000 ежеквартально в конце квартала. В ситуации, когда производство организовано частным предпринимателем, он не платит себе заработную плату. Напротив, вся заработанная прибыль принадлежит ему, но в ситуации начала производства, проблем с наличными деньгами, большими кредитами он все равно должен иметь средства на жизнь. Необходимые деньги он изымает из денежного потока, и такие изъятия в обязательном порядке следует отразить в плане денежных потоков.

Местные налоги – 6000 в год. Оплата ежеквартально в конце квартала.

Решено создать первоначальный запас материалов – 8000, который потом необходимо поддерживать.

Заключен контракт на поставку продукции с крупной фирмой. Она согласна закупать любой объем производимой продукции, но при условии отсрочки платежа в 3 мес.

Поставщики материалов согласны предоставлять отсрочку платежа в 1 мес.

Есть собственный капитал – 20000.

Организатор производства составил прогноз финансовых результатов, план денежных потоков и обратился с просьбой о финансировании в период недостатка денежных притоков к банку. Банк рассмотрел предложение и согласился кредитовать данный бизнес на условиях овердрафта под 2 % в месяц.

Первоначальное производство и отгрузка планируются на 40000 ден. ед. Ежеквартально планируется увеличивать объем производства на 5 %.

Требуется разработать прогноз денежных потоков, отчет о прибылях и убытках, составить прогнозный бухгалтерский баланс.

Контрольные вопросы

1. Цель и задачи финансового планирования.
2. Стратегия и тактика в финансовом планировании.
3. Методы финансового планирования.
4. Отличие планирования от прогнозирования.
5. Компоненты модели финансового планирования.
6. Сущность метода прогнозирования на основе процентной зависимости от продаж.
7. В какой ситуации можно с успехом применять метод прогнозирования на основе процентной зависимости от продаж?
8. Особенности прогнозирования на основе денежных потоков.

Задания для самостоятельной работы

1. Разработать прогнозные отчеты по прибыли и бухгалтерский баланс на основе применения метода процентной зависимости от продаж, если бухгалтерский баланс предприятия отчетного года представлен следующим образом:

АКТИВ, ден. ед.			ПАССИВ, ден. ед.	
	Конец периода	Начало периода	Конец периода	Начало периода
Основные средства	62100	65000	Нераспред. прибыль	11200
Запасы материалов	26900	38000	Долгосрочный кред.	25000
Готовая продукция	6000	17000	Краткоср. кредит	25400
Денежные средства	3450	450	Кредитор. задолж.	22050
Дебит. задолж.	29000	28000	Добавочный капитал	500
Нематериал. актив	700	2000	Уставный капитал	44000
Итого...	128150	150450	Итого...	128150
				150450

Отчет о прибыли и убытках

Выручка от реализации – 75000

Общие затраты – 60000

Амортизация – 3000

Проценты за кредит – 9080

Прибыль до налогообложения – 2920

Налог на прибыль – 584

Чистая прибыль – 2336

Выплачиваются дивиденды в размере 50% от чистой прибыли.

Планируется увеличить объем производства в следующем периоде на 18%. Возможности увеличения объема производства с теми же основными средствами есть. У предприятия сверхнормативные запасы готовой продукции на 12000 руб. и 40% материалов – сверхнормативные запасы.

2. Разработать прогноз на 2-й год при условии, что стоимость материалов вырастет на 4 % с начала следующего года, увеличена заработная плата на 8% с начала года, темпы роста объема производства 1,5 % каждые 2 мес. Сокращены расходы на рекламу в 2 раза. Увеличились платежи в местный бюджет на 15%, изменились условия аренды помещения, арендная плата составляет 8000, условия платежа прежние. Не следует забывать, что начисленный налог на прибыль за прошлый год следует уплатить в январе прогнозируемого года.

3. Показать графически общий денежный поток за 2 года.

4. В каком месяце предприятие не будет иметь долгов перед банком?

Глава 7

ФИНАНСОВАЯ ПОЛИТИКА ПРЕДПРИЯТИЯ

Данная глава посвящена наиболее актуальным вопросам формирования финансовой политики предприятия. Известно, что финансовая политика предприятия разрабатывается через различные направления: политика заимствования, кредитная политика предприятия, инвестиционная политика, политика ценообразования, эмиссионная политика, дивидендная политика, финансовые аспекты ассортиментной политики предприятия и т.д.

Изучив данную главу, обучающийся должен:

Знать:

- принципы и факторы дивидендной политики предприятия;
- методы распределения дивидендов, преимущества и недостатки различных методов выплаты дивидендов;
- сущность кредитной политики предприятия;
- параметры, определяющие тип кредитной политики предприятия;
- основы инвестиционной политики предприятия;
- методы оценки инвестиционных проектов;
- риски финансовых вложений;
- финансовые цели ассортиментной политики на разных фазах жизненного цикла товара.

Понимать:

- связь распределения дивидендов с возможностями развития предприятия;
- связь устойчивого темпа роста с темпами роста собственного капитала;
- возможности увеличения дополнительной прибыли предприятия при использовании грамотной кредитной политики;
- особенности денежного потока при оценке инвестиционного проекта;

- особенности используемых методов оценки при принятии решения о включении или отклонении инвестиционного проекта;
- особенности классификации групп товаров в зависимости от достижения финансовых целей предприятия при разработке ассортиментной политики предприятия.

Уметь:

- обосновать тот или иной вариант дивидендной политики предприятия;
- определять устойчивый темп роста;
- определять оптимальный размер дебиторской задолженности при формировании кредитной политики;
- определять норму процента или процент скидки при разработке условий кредитования покупателя;
- определять эффективность выбранной кредитной политики;
- обосновать выбор акций для целей инвестирования на основе оценки дохода и риска.

7.1. ДИВИДЕНДНАЯ ПОЛИТИКА И ПОЛИТИКА РАЗВИТИЯ ПРЕДПРИЯТИЯ

Дивидендная политика предприятия является частью финансовой политики.

Основная цель дивидендной политики – установить необходимую пропорцию между текущим потреблением прибыли собственниками (дивиденды) и будущим ростом, максимизирующим рыночную стоимость предприятия.

Понятие «дивидендная политика» (dividend policy) пришло в Россию в первой половине 90-х годов прошлого века вместе с основополагающими элементами теории финансового менеджмента из экономической науки США. Именно в этой стране произошло формирование и развитие данной категории, начало которому положило исследование Д. Линтнера, опубликованное в 1956 г. Оно касалось дивидендных выплат 28 американских компаний за период с 1947 по 1953 г. Его результатом стало выявление закономерности, согласно которой исследуемые предприятия на выплату дивидендов направляли относительно постоянную долю прибыли.

Д. Линтнер поставил в числе прочих актуальный до сих пор вопрос о том, что влияет на выбор менеджерами корпорации размера, формы и периодичности дивидендных выплат. Даже через полвека данный вопрос сохраняет остроту, что объясняется значительным количеством факторов, обуславливающих выбор параметров дивидендной политики, а также зачастую их стохастическим влиянием на нее и, следовательно, на рыночную капитализацию компании.

Сформировать успешную дивидендную политику без углубленного изучения факторов, влияющих на нее, можно только в том случае, если компания будет придерживаться благоприятных тенденций в этой сфере, складывающихся на протяжении длительного периода в той или иной стране. Например, в США с 1978 по 1999 г. доля эмитентов акций, практикующих выплату дивидендов, непрерывно снижалась с 66,5 до 20,5% (E.F. Fama, K.R. French). Поэтому отказ некоторых американских корпораций (таких, как Microsoft, которая лишь в 2003 г. впервые за 27 лет своего существования распределила часть прибыли в виде дивидендов) от соответствующих выплат не оказывал существенного отрицательного влияния на их рыночную капитализацию.

К сожалению, в России исследованию дивидендной политики пока уделяется недостаточно внимания. Связано это с относительно небольшим сроком деятельности отечественных акционерных обществ. Однако в любом случае основанием для выработки российскими компаниями своей собственной дивидендной политики являются учет, контроль и по возможности регулирование факторов, способствующих успешному развитию и инвестиционной привлекательности предприятия.

Прежде всего, следует провести систематизацию факторов дивидендной политики.

К внешним можно отнести следующие группы факторов:

- требования законодательства;
- требования двусторонних соглашений и односторонних обязательств акционерного общества;
- макроэкономические факторы.

К внутренним факторам относятся группы субъективных и объективных внутрифирменных факторов.

Более наглядно приведенную группировку можно представить в виде табл. 28.

Таблица 28

Классификация факторов дивидендной политики

№ п/п	Название группы факторов		Факторы
1	Требования законодательства	Подгруппа 1 (ограничения) Подгруппа 2 (предписания)	1) Ограничение способности компании объявлять дивиденды 2) Ограничение способности компании выплачивать дивиденды 3) Требования к источникам дивидендных выплат 4) Требования к форме дивидендных выплат 5) Последовательность дивидендных событий
2	Требования двусторонних соглашений и односторонних обязательств акционерного общества		6) Контрактные ограничения на выплату дивидендов 7) Правила листинга некоторых фондовых бирж, касающиеся дивидендов
3	Макроэкономические факторы		8) Параметры налогообложения дивидендов и доходов от прироста капитала 9) Инфляция
4	Субъективные внутрифирменные факторы		10) Состав акционеров предприятия 11) Мнение руководства о прочности своего положения во главе акционерного общества
5	Объективные внутрифирменные факторы		12) Инвестиционные возможности акционерного общества 13) Структура капитала акционерного общества 14) Ликвидность

Механизм реализации влияния структуры капитала корпорации на ее политику дивидендных выплат разработан американскими учеными Ф. Ли Ченгом и И. Джозефом при детализации расчета чистой прибыли в расчете на одну акцию.

Распределение прибыли определяется целями и задачами развития компании, является одним из основных инструментов воздействия на рост рыночной стоимости компании. Прирост капитала определяется процессом капитализации прибыли компании. Формирование нераспределенной прибыли является связующим звеном всего процесса управления собственным капиталом. В процессе привлечения собственного капитала из внешних источников пропорции распреде-

ления прибыли на дивиденды и на нераспределенную прибыль являются одним из основных оценочных критериев, определяющих эффект эмиссии акций и инвестиционную привлекательность компании.

Факторами, влияющими на пропорции и эффективность распределения прибыли, являются:

– **величина чистой прибыли**, которая определяет степень свободы изменения пропорций распределения прибыли;

– **стадия жизненного цикла компании**. На первых стадиях компания вынуждена больше средств инвестировать в свое развитие, ограничивая выплаты собственникам капитала. На более зрелых стадиях жизненного цикла, с одной стороны, компания имеет больше возможностей привлекать заемные средства, а с другой – вынуждена больше средств тратить на поддержание своего инвестиционно-го имиджа путем повышения дивидендных выплат. Все это отражается на изменении пропорций распределения прибыли;

– **необходимость и возможность реального инвестирования**. Если компания решает реализовать проект реального инвестирования, то доля нераспределенной прибыли увеличивается;

– **соотношение между риском и доходностью**. В условиях проведения рискованной финансово-хозяйственной деятельности компания вынуждена больше средств направлять на формирование различных резервных фондов, тем самым снижая величину нераспределенной прибыли;

– **корпоративные отношения**. Ожидания собственников капитала по уровню доходности и перспективам развития компании и интересы менеджмента компании в значительной степени определяют пропорции распределения прибыли.

На величину нераспределенной прибыли оказывают влияние и внешние факторы. К числу наиболее значимых факторов следует отнести правовые ограничения процесса распределения прибыли (нормативные параметры этого процесса), налоговую систему, среднерыночную.

Теории дивидендной политики

- Теория независимости (Модильяни – Миллера).
- Теория предпочтительности дивидендов.
- Теория налоговых предпочтений.
- Сигнальная теория дивидендов.
- Теория соответствия дивидендной политики составу акционеров.

Принципы дивидендной политики

1. Принцип максимизации совокупных доходов акционеров.
2. Принцип достаточности финансирования деятельности предприятия.
3. Принцип неутраты контроля.

Методы выплаты дивидендов

1. Метод постоянного процентного распределения прибыли.
2. Метод фиксированных дивидендных выплат.
3. Метод выплат гарантированного минимума и «экстра-дивидендов».
4. Метод выплаты дивидендов акциями.

Преимущества и недостатки методов выплаты дивидендов отражены в табл. 29.

Таблица 29

Преимущества и недостатки различных методов выплаты дивидендов

Название метода	Основной принцип	Преимущества	Недостатки	Примечания
1	2	3	4	5
Метод постоянного процентного распределения прибыли	Соблюдение постоянства показателя «дивидендного выхода»	Простота	Снижение суммы дивидендов на акцию может привести к падению курса акций на рынке	Используется в практике. Особенно активно использовался в России в период начала приватизации и акционирования
Метод фиксированных дивидендных выплат	Регулярность дивидендных выплат	1. Простота. 2. Сглаживание колебаний курса акций	При снижении прибыли выплаты фиксированных дивидендов подрывают ликвидность предприятия	
Метод гарантированного минимума и «экстра-дивидендов»	1. Постоянство выплат дивидендов. 2. Выплаты премии при успешной работе предприятия	Сглаживание колебаний курсовой стоимости акций предприятия	«Экстра-дивиденды» могут стать ожидаемыми и перестать играть важную роль в поддержании курса акций	«Экстра-дивиденды» не должны выплачиваться слишком часто

Продолжение табл. 29

1	2	3	4	5
Метод выплаты дивидендов акциями	Вместо денежных выплат акционеры получают дополнительные акции. Данный метод запрещен в России Налоговым законодательством	1. Облегчается решение проблем выплат при неустойчивом финансовом положении. 2. Вся прибыль может направляться на развитие. 3. Можно в большей степени работать со структурой источников финансирования. 4. Дополнительная возможность стимулирования высших управленцев, наделяя их акциями		Расчет на то, что большинство акционеров устроит такой вариант, если акции достаточно ликвидны

Уже отмечено, что дивидендная политика прямо связана с политикой развития предприятия. Возможности развития предприятия за счет роста собственного капитала могут быть определены внутренним темпом роста (ВТР).

$$\text{ВТР} = \text{Р с.к.} \times (1 - \text{Норма распред.}). \quad (63)$$

Выводы для практического применения данных показателей:

1. При неизменной структуре пассивов ВТР применим к возрастанию активов.

2. При неизменной структуре пассивов и коэффициенте трансформации ВТР применим к возрастанию оборота.

Более подробно проблему экономического роста и финансового обеспечения этого роста рассмотрим в следующем разделе.

Контрольные вопросы

1. Объясните влияние дивидендной политики на движение денежных средств и рыночную цену акций.

2. Виды дивидендной политики, преимущества и недостатки.

3. Финансовые и операционные факторы, влияющие на сумму выплачиваемых дивидендов.

4. Причины выкупа акций самой компанией.
5. Финансовый результат распределения чистой прибыли.
6. Внутренний темп роста и его использование для прогноза будущих изменений на предприятиях.

7.2. РАЗВИТИЕ ПРЕДПРИЯТИЯ И ПОКАЗАТЕЛЬ УСТОЙЧИВОГО РОСТА

Развитие и рост – это особые проблемы, которые требуют специальных механизмов финансового управления. С точки зрения финансового менеджмента необоснованно высокие темпы роста – это большая проблема, поскольку потребуются дополнительное финансирование, и если условия кредитования достаточно жестки, то возможна ситуация неплатежеспособности в дальнейшем. Низкие темпы роста тоже могут создать проблему необходимости вложения свободных средств.

Очевидно, надо уметь определять (или планировать) оптимальные темпы роста. Такие темпы роста еще принято называть устойчивыми темпами роста.

Устойчивый темп роста – это темп роста собственного капитала предприятия, источником которого служит нераспределенная прибыль.

Если так, то следует обратиться к формуле Дюпона (рентабельность акционерного капитала):

$$\begin{aligned} \text{ЧРак} &= \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Акционерный капитал}} \times 100\% \times \frac{\text{Оборот}}{\text{Оборот}} \times \frac{\text{Актив}}{\text{Актив}} = \\ &= \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Оборот}} \times 100\% \times \frac{\text{Оборот}}{\text{Актив}} \times \frac{\text{Актив}}{\text{Акционерный капитал}}, \end{aligned} \quad (64)$$

где $\frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Оборот}} \times 100\% =$ Коммерческая маржа по чистой прибыли;
 $\frac{\text{Оборот}}{\text{Актив}} =$ Коэффициент трансформации;

$$\frac{\text{Актив}}{\text{Акционерный капитал}} = 1 + \frac{\text{Заемный капитал}}{\text{Собственный капитал}} = \text{Финансовый рычаг}. \quad (65)$$

При условии, что часть чистой прибыли будет выплачиваться в виде дивидендов, возможность увеличивать собственный капитал должна учитывать выплаты и сокращение чистой прибыли, которая останется на предприятии.

Тогда формула устойчивого темпа роста будет следующая:

$$\text{УТР} = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Оборот}} \times 100\% \times \frac{\text{Оборот}}{\text{Актив}} \times \frac{\text{Актив}}{\text{Акционерный капитал}} \times \\ \times (1 - \text{норма распределения}). \quad (66)$$

Норма распределения – доля прибыли, направляемой на дивиденды.

$$1 - \text{Норма распределения} = \text{Норма накопления}. \quad (67)$$

Коммерческая маржа и оборачиваемость являются результатом операционной деятельности предприятия, а норма накопления и финансовый рычаг отражают финансовую политику предприятия.

При решении о более высоких темпах роста производства следует:

- рассчитать устойчивый темп роста;
- определить желаемые темпы роста исходя из целей предприятия;
- определить разрыв между желаемыми и устойчивыми темпами роста;
- определить финансовую политику предприятия;
- разработать несколько вариантов финансовой стратегии и выбрать наиболее оптимальную стратегию.

Существуют пределы заемного финансирования, они определяются возрастанием рисков и затрат. Если разрыв между желаемым и оптимальным темпом роста может быть в течение короткого промежутка времени, то можно использовать заемное финансирование. Иначе необходимо рассматривать необходимость увеличения собственного капитала.

При низких темпах роста, как уже сказано, возникает проблема лишних денег, которые можно использовать для диверсификации, участия в создании дочерних предприятий, наконец, можно принять решение о выплатах повышенных дивидендов.

Контрольные вопросы

1. Основные параметры оценки устойчивой финансовой политики.
2. Связь устойчивого темпа роста и планируемого темпа роста.
3. Причины смены финансовой политики предприятия.
4. Связь структуры капитала и темпа роста.
5. Связь рентабельности собственного капитала и устойчивого темпа роста.
6. Стратегия повышенного темпа роста, возможные финансовые решения.
7. Стратегии пониженного темпа роста, возможные финансовые решения.

7.3. КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА ПРЕДПРИЯТИЯ

Кредитная политика предопределяет управление счетами дебиторской задолженности. Эти счета рассматривают как инвестиции, и их оптимальный объем зависит от их рентабельности. Как и всякие другие инвестиции, они должны быть направлены на увеличение стоимости предприятия.

Наличие дебиторской задолженности означает для предприятия возникновение дополнительных затрат.

Затраты на содержание счетов дебиторской задолженности могут быть разбиты на три вида:

- **Затраты на финансирование.** Предприятие должно финансировать имеющуюся у него дебиторскую задолженность посредством собственных капиталов или заемных капиталов. Эти затраты увеличивают стоимость капитала.

- **Расходы на управление.** Речь идет о расходах, связанных с управлением данными кредитами: персонал, машины, телефон и т.п.

- **Расходы в связи с несвоевременной оплатой.** Необходимо оценить возможные потери в связи с неуплатой по счетам.

Вместе с тем предоставление отсрочек платежа обеспечивает улучшение конкурентных позиций предприятия, в итоге – увеличивает прибыль при грамотной кредитной политике.

Факторы, влияющие на условия кредита. Условия кредита служат предметом обсуждения между двумя договаривающимися сторонами и являются частью коммерческой политики предприятия. На условия кредита влияет ряд факторов:

- **Характер товара.** Сроки предоставляемого кредита больше для товаров длительного пользования: средств производства.
- **Положение продавца.** Условия, на которых он предоставляет услуги, зависят от его финансового положения и от места на рынке.
- **Положение покупателя.** Некоторые крупные торговые предприятия, например, получают кредит на более длительные сроки с учетом постоянства и величины сделок.

В рамках выбранной кредитной политики предприятие должно установить процедуры по выделению и обслуживанию данного кредита. Компонентами кредитной политики предприятия являются: **условия продажи, кредитный анализ, политика возврата задолженности.**

Условия продажи. Если товар отгружается с отсрочкой платежа, то требуется установить срок платежа, скидки при досрочной оплате кредита.

На продолжительность кредита могут влиять следующие факторы: операционный цикл предприятия, срок годности товара, потребительский спрос, кредитный риск, объем закупок, уровень конкуренции и др.

Денежные скидки являются составной частью условий продажи. Одной из причин предоставления скидок является ускорение получения дебиторской задолженности, что в свою очередь должно вызывать сокращение объемов предоставляемого кредита. Налицо необходимость поиска компромисса между снижением размеров кредита и размером предоставляемой скидки.

Важной составляющей является стоимость предоставляемого кредита, или норма процента. Если посмотреть, почему все же скидка важна для покупателя, рассчитаем процентную ставку, которую платит покупатель, отказываясь от скидки:

$$\text{Норма процента} = \frac{\text{Процент скидки} \times 365}{\text{Срок отсрочки платежа}}. \quad (68)$$

Пример: Пусть предприятие предлагает скидку с цены товара при немедленной оплате – 5%. Отсрочка платежа составляет 60 дней. Определим норму процента, по которой предприятие кредитруется:

$$\text{Норма \%} = 5\% \times 365 / 60 = 30,42\%.$$

Если в настоящее время ставка процента по банковскому кредиту, допустим, равна 18%, то очевидно, что выгоднее взять кредит в банке и оплатить поставку сразу, если кредит доступен.

Норма процента формирует издержки по использованию торгового кредита. Если покупатель будет стремиться раньше рассчитаться с поставщиком товаров на условиях предоставления скидок, то это будет сокращать сроки обращения дебиторской задолженности.

Кредитный анализ – это комплекс мер по принятию решений о выделении кредита отдельному клиенту. Следует определить категории покупателей, которым может быть предоставлен товарный кредит. Оценка партнеров должна идти, прежде всего, с точки зрения их платежеспособности. Следует разделить разовых покупателей и постоянных клиентов. По каждому из покупателей следует иметь кредитную информацию.

Источниками кредитной информации являются:

- Финансовая отчетность. Если компания предоставляет основные формы финансовой отчетности, то можно провести классический анализ платежеспособности. Пожалуй, постоянные клиенты и могут предоставить такую информацию, но, как правило, подобную информацию трудно получить от самого клиента, следовательно, необходимо получать ее из других источников.

- Кредитная история клиента по работе с другими компаниями. В настоящее время на Западе существуют специальные компании, предоставляющие подобную информацию на основе рейтингов. В России подобных компаний либо нет, либо очень мало, информация о подобных услугах отсутствует. Формируемые бюро кредитных историй находятся на стадии формирования, да и объект этих историй – расчеты по банковским кредитам. Следовательно, это работа собственных служб безопасности.

- Кредитная история работы клиента с самой компанией. Это самый очевидный путь получения информации о кредитоспособности покупателя.

- Положение предприятия на рынке ценных бумаг, если акции покупателя котируются на рынке. Это относится, прежде всего, к крупным компаниям.

По результатам анализа можно рассчитать кредитный рейтинг для партнеров. Здесь уместно говорить о **Правиле 5 «С»** кредита – пяти основных факторах, которые нужно оценить при кредитовании клиента:

- **характер (Character).** Стремление клиента выполнить свои кредитные обязательства;
- **возможности (Capacity).** Способность клиента выполнить свои кредитные обязательства исходя из имеющихся операционных денежных потоков;
- **капитал (Capital).** Финансовые резервы клиента;
- **залог (Collateral).** Залог активов, которые могут быть получены в результате неуплаты долга;
- **условия (Conditions).** Общее состояние дел, которыми занимается клиент, т.е. оценка рынка и объемов операций, которыми занимается покупатель.

На основе этой оценки можно разработать статистические модели кредитного рейтинга.

Политика возврата задолженности. Необходимо определить процедуры возврата, и покупатель об этом должны знать.

Политика возврата выданных кредитов является последним составным элементом кредитной политики. Политика возврата связана с постоянным мониторингом дебиторской задолженности и возвратом средств по просроченным счетам. Рекомендуется составление таблиц срочности, при этом обязательно рассчитывать средний период задолженности и допустимый размер реальной дебиторской задолженности.

Действия по возврату выданных кредитов должны быть определены предприятием при разработке кредитной политики. Это могут быть напоминания, обращение к специальным агентствам, которые помогут вернуть кредит, возбуждение дела о банкротстве, использование страхования, залогов, поручительств, возможно вексельное оформление сделки и т.д.

Все эти условия и их дифференциация лежат в основе определения типа кредитной политики (табл. 30).

Можно выделить следующие типы кредитной политики: жесткую, мягкую, умеренную.

Оптимальная кредитная политика. Решить, предоставлять или не предоставлять кредит покупателю, – дело поставщика, но требуется экономическое обоснование оптимальной кредитной политики. Во-первых, определим издержки, которые несет продавец при предоставлении кредита:

1) потери, связанные с обслуживанием кредита, получаемого для финансирования дебиторской задолженности;

- 2) неполученная выгода от неиспользования денежных средств, замороженных в дебиторской задолженности;
- 3) потери от безнадежных долгов.

Таблица 30

Условия различных типов кредитной политики предприятия

Условия кредитной политики	Тип кредитной политики		
	жесткий	мягкий	умеренный
Размеры кредита	Маленький или вообще непредоставление	Большой	Средний. В основном ориентация на сложившуюся рыночную ситуацию
Сроки	Небольшие	Большие	Ориентация на рыночную ситуацию
Ставки процента	Большие	Минимальные	Средние
Учет финансовых рисков	Не работают с клиентами с риском неплатежеспособности	Привлекают как можно больше клиентов, работают и с клиентами с высоким финансовым риском	Ориентируются на средние требования на рынке
Меры по возврату дебиторской задолженности	Применяются жесткие меры возврата дебиторской задолженности	Возможна пролонгация кредита на новые сроки	Используются общепринятые способы, применяемые в данном периоде

Но предприятие может получить дополнительную прибыль от дополнительных продаж с отсрочкой платежа. В целом издержки и прибыль от предоставления, например торгового, кредита будут зависеть от характеристики отдельных компаний и отраслей.

Представим себе, что предприятие решает вопрос о том, предоставлять или не предоставлять кредит покупателю. Каковы возможные последствия? Возникает ряд актуальных вопросов:

1. Сможет ли покупатель заплатить сразу, есть ли у него деньги?
2. Если он не может заплатить сразу, откажется ли он от покупки?
3. Сможет ли он получить кредит для оплаты?
4. Насколько он платежеспособен при предоставлении кредита, сможет ли он вовремя рассчитаться?
5. Какую норму процента закладывать при кредитовании данного покупателя?

Не углубляясь в расчеты с применением моделей оценки инвестиционных проектов, которые могут быть использованы в данной ситуации, рассмотрим основные пропорции, которые должны соблюдаться при разработке кредитной политики предприятия:

$$\frac{\text{Дополнительная прибыль от предоставления капитала}}{\geq} \sum \text{процентов за кредит} + \frac{\text{Потери от невозврата кредита}}{\text{кредита}}. \quad (69)$$

Контрольные вопросы

1. Назовите компоненты кредитной политики предприятия.
2. Что такое «условия продажи»?
3. Назовите основные факторы, определяющие продолжительность срока предоставления кредита.
4. В приведенных примерах определите варианты, по которым может быть предоставлен больший срок кредитования. Аргументируйте свои выводы:
 - Компания А производит товары для занятий сноубордом, компания В производит косметические товары.
 - Компания С производит средство об облысения, компания Д продает парики.
 - Компания Р производит хлебобулочные изделия, Ресторан.
 - У компании К период оборачиваемости равен 10 дней, у компании Ю период оборачиваемости 20 дней.
 - Компания Ц продает свежие фрукты, компания Г продает консервированные фрукты.
 - Компания Т продает пластиковые окна, компания Ч продает современные деревянные окна.
5. Какие издержки связаны с предоставлением отсрочки платежа покупателю?

6. По каким критериям вы формировали бы свою кредитную политику в современных условиях?

7. Каковы возможные способы возврата просроченной дебиторской задолженности?

8. Что вы должны учитывать при планировании оптимального запаса дебиторской задолженности?

9. Политика кредитования и политика заимствований – это одно и то же?

Глава 8

ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПОЛИТИКА ПРЕДПРИЯТИЯ

8.1. СУЩНОСТЬ И ВИДЫ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ

На современном этапе в России вопросы инвестиционной деятельности становятся первоочередными. ФЗ «Об инвестиционной деятельности в РФ, осуществляемой в форме капитальных вложений» в редакции от 22.04.04 №122-ФЗ трактует понятие «инвестиции» следующим образом: «Инвестиции – это денежные средства, ценные бумаги, иное имущество, в том числе имущественные права, иные права, имеющие денежную оценку, вкладываемые в объект предпринимательской и (или) иной деятельности в целях получения прибыли и (или) иного полезного эффекта». На вопрос о фактическом смысле этого понятия существует один ответ – это вложения. Инвестиции – это вложения как в денежный, так и в реальный капитал. В данном разделе будут рассматриваться инвестиции в реальный капитал.

Под **реальными инвестициями** понимаются вложения капитала в создание активов, связанных с осуществлением оперативной деятельности и решением социально-экономических проблем хозяйствующего субъекта. Особое внимание в работе уделено вложениям в основной капитал, т.е. затратам на новое строительство, расширение, реконструкцию и техническое перевооружение.

Статья 157 НК определяет **техническое перевооружение** как комплекс мероприятий по повышению технико-экономических показателей основных средств и их отдельных частей на основе внедрения передовой техники, технологии, механизации и автоматизации производства, модернизации и замены морально устаревшего физически изношенного оборудования новым, более производительным.

К работам по достройке, дооборудованию, модернизации относятся работы, вызванные изменением технологического и служебного назначения оборудования, здания, сооружения или иного объекта амортизируемых основных средств, повышенными нагрузками или другими качествами.

К реконструкции относится переустройство существующих объектов основных средств, связанное с совершенствованием производства и повышением его технико-экономических показателей и осуществляемое по проекту реконструкции основных средств в целях увеличения производственных мощностей, улучшения качества и изменения номенклатуры продукции.

Расширение производства – создание дополнительных производств, а также новых либо расширение уже существующих цехов основного производства и вспомогательного характера.

К новому строительству относятся строительство комплекса объектов основного, подсобного и обслуживающего назначения вновь создаваемых предприятий, которые после ввода в эксплуатацию будут находиться на самостоятельном балансе.

В данных условиях особое значение для экономики начинают играть инвестиционные проекты различного масштаба. Возникают вопросы, связанные с их понятием и разработкой, а также поисков источников финансирования.

В самом общем смысле инвестиционным проектом называется план или программа вложения капитала с целью последующего получения прибыли. Российское законодательство (Методические рекомендации по оценке инвестиционных проектов) трактует проект в двух смыслах:

1) как комплект документов, содержащих формулирование целей предстоящей деятельности и определение комплекса действий, направленных на их достижение;

2) как сам этот комплекс действий (работ, услуг, приобретений, управленческих операций и решений), направленных на достижение поставленных целей.

Следовательно, проект рассматривается как документация и как деятельность.

Если рассматривать проект как специфический вид деятельности, то существуют четыре основных признака, выделяющих проект среди других мероприятий и видов деятельности.

1. Ориентация на достижение поставленной цели. Суть данного признака в том, что радикальный отказ от первоначальной цели приводит к «смерти» проекта. Четкая постановка конечной цели проекта помогает успешно реализовать проект через правильное формулирование промежуточных целей и задач.

2. Ограниченная протяженность во времени. Проект выполняется в течение определенного, заранее установленного срока. У него есть более или менее выраженные начало и конец. Залогом успешной реализации проекта является оптимальное распределение усилий и ресурсов во времени, что обеспечивается составленным графиком работ и мероприятий.

3. Координированное выполнение взаимосвязанных действий.

4. Уникальность. Не существует абсолютно идентичных проектов, даже если в их основе лежат одинаковые действия.

Инвестиционный проект – обоснование экономической целесообразности, объема и сроков осуществления капитальных вложений, в том числе необходимая проектно-сметная документация, разработанная в соответствии с законодательством РФ и утвержденными в общем порядке стандартами (нормами и правилами), а также описанием практических действий по осуществлению инвестиций (бизнес-план).

Таким образом, в российском законодательстве понятие «инвестиционный проект» трактуется скорее как обоснование инвестиций в основной капитал (т.е. капитальных вложений). В зарубежной же и отчасти в российской практике выделяются как минимум три основных направления проектной деятельности:

- 1) инвестиционная – освоение капитальных инвестиций;
- 2) экспортная – развитие торгового экспортного потенциала;
- 3) структурная – поглощение (слияние, приобретение активов) с целью реализации инвестиционного решения.

Многообразие инвестиционных проектов, с которыми приходится сталкиваться в реальной жизни, чрезвычайно велико. Они отличаются по сфере приложения, предмету, масштабам, длительности, составу участников, степени сложности, влиянию результатов. По классу выделяют:

- монопроект – это отдельный проект различного типа, вида и масштаба;
- мультипроект – это комплексный проект, состоящий из ряда монопроектов и требующий применения многопроектного управления;
- мегапроект – целевые программы развития регионов, отраслей и других образований, в состав которых входит ряд моно- и мультипроектов.

По типу проекты могут быть: социальные, экономические, организационные, технические, смешанные. **По масштабу** выделяют мелкие, средние, крупные и очень крупные проекты.

С позиции управленческого персонала компании инвестиционные проекты могут быть классифицированы по следующим признакам:

По типу предполагаемых доходов существуют проекты, направленные на сокращение затрат, получение дохода от реализации, выход на новые рынки сбыта, экспансию в новые сферы бизнеса, снижение риска производства и сбыта, социальный эффект.

По типу отношений выделяют независимые, альтернативные, комплиментарные, замещаемые. Два анализируемых проекта называются независимыми, если решения о принятии одного из них не влияет на решение о принятии другого. Если два и более проекта не могут быть реализованы одновременно, то принятие одного из них автоматически означает, что оставшиеся должны быть отвергнуты, такие проекты называются альтернативными или взаимоисключающими. Подразделение проектов на независимые и альтернативные имеет особо важное значение при комплектовании инвестиционного портфеля в условиях ограничений на суммарный объем капиталовложений. Проекты связаны между собой отношениями комплиментарности, если принятие нового проекта способствует росту доходов по одному или нескольким другим проектам. Отношение комплиментарности подразумевает приоритетность рассмотрения проектов в комплексе, а не изолированно.

По типу денежного потока проекты делятся на обычные и неординарные. Поток называется обычным, если он состоит из инвестиций, сделанных единовременно или в течение нескольких последовательных базовых периодов и последующих притоков денежных средств. Если притоки денежных средств чередуются в любой последовательности с их оттоками, поток называется неординарным.

По отношению к риску проекты делятся на рискованные и безрисковые. Следует подчеркнуть, что проект может быть сам по себе убыточным в экономическом смысле, но приносить косвенный доход за счет приобретения стабильности в обеспечении сырьем, полуфабрикатами, выхода на новые рынки сырья и сбыта, достижения некоего социального эффекта, снижения затрат по другим проектам и производствам.

Разработка инвестиционных проектов тесно связана с инвестиционной стратегией, стратегическими целями инвестирования и политикой управления реальными инвестициями на предприятии.

Инвестиционная стратегия представляет собой систему долгосрочных целей инвестиционной деятельности предприятия, определяемых общими задачами его развития и инвестиционной идеологией, а также выбор наиболее эффективных путей их достижения. Инвестиционную стратегию можно представить как генеральный план действий в сфере инвестиционной деятельности предприятия, определяющий приоритеты ее направлений и форм, характер формирования инвестиционных ресурсов и последовательность этапов реализации долгосрочных инвестиционных целей, обеспечивающих предусмотренное общее развитие предприятия. В системе инвестиционной стратегии формируется значение основных критериальных оценок выбора реальных инвестиционных проектов и финансовых инструментов инвестирования.

Инвестиционная политика – форма реализации инвестиционной идеологии и инвестиционной стратегии предприятия в разрезе наиболее важных аспектов инвестиционной деятельности на отдельных этапах ее осуществления. В отличие от инвестиционной стратегии инвестиционная политика формируется лишь по конкретным направлениям инвестиционной деятельности предприятия:

- 1) политика управления реальными инвестициями (реновационная инвестиционная политика, политика инновационного инвестирования, политика инвестирования оборотных активов);
- 2) политика управления финансовыми инвестициями;
- 3) политика формирования инвестиционных ресурсов;
- 4) политика управления инвестиционными рисками.

У предприятий, осуществляющих производственную деятельность, преимущественной формой инвестирования будут реальные инвестиции. Особенности политики реального инвестирования:

- Реальное инвестирование является главной формой реализации стратегии экономического развития предприятия. Сам процесс стратегического развития предприятия представляет собой совокупность реализуемых во времени инвестиционных проектов.
- Находится в тесной взаимосвязи с операционной деятельностью предприятия.
- Обеспечивает более высокий уровень рентабельности в сравнении с финансовыми инвестициями.

- Обеспечивает предприятию устойчивый чистый денежный поток.
- Подвержено высокому уровню риска и морального старения.
- Является наименее ликвидным.

Таким образом, политика управления реальными инвестициями представляет собой часть общей инвестиционной стратегии предприятия, обеспечивающей подготовку, оценку и реализацию наиболее эффективных реальных инвестиционных проектов.

Жизненный цикл проекта, или проектный цикл, – важнейшее понятие, используемое для разработки инвестиционного проекта. Жизненным циклом проекта принято называть промежуток времени между моментом появления проекта и моментом его ликвидации. Жизненный цикл проекта следует отличать от жизненного цикла товара. По Котлеру, жизненный цикл товара состоит из пяти этапов: разработка, выведение на рынок, рост, зрелость, упадок. Жизненный цикл проекта – ряд стадий (этапов, процедур), связанных с зарождением замысла, его реализацией и достижением заданных показателей эффективности проекта.

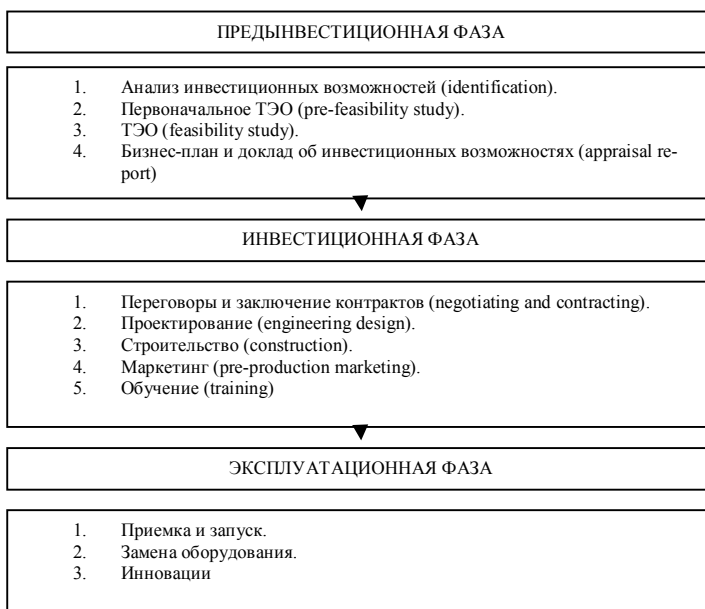


Рис. 19. Основные фазы проектного цикла

На рис. 19 представлено деление фаз проектного цикла, принятое во Всемирном банке и подразделениями ООН. Иногда выделяется также ликвидационная фаза. На каждом этапе разработки проекта преследуются свои специфические цели.

- На первом этапе разрабатывается концепция и собираются исходные данные, выявляются потребности и сравниваются альтернативы, разрабатывается содержание проекта, конечные результаты, стандарты качества, структура проекта, основные работы, требуемые ресурсы, структурное планирование, декомпозиция проекта, календарный план и график работ, смета и бюджет, определение и уменьшение рисков, торги и субконтракты, базовые проектные опытно-конструкторские работы.

- На втором – третьем этапах проводятся торги, заключаются контракты, вводятся в действие системы управления проектом, организуются работы, осуществляются детальное проектирование и оперативное планирование, контроль за ходом работ, организация материально-технического снабжения, регулирование основных показателей проекта, хода работ, качества, сроков и стоимости.

- На этапе ликвидации анализируется достижение целей, оптимизируются ликвидационные затраты и подводятся итоги.

Предынвестиционная фаза непосредственно предшествует основному объему инвестиций. На данной стадии закладывается жизнеспособность и инвестиционная привлекательность проекта. Предынвестиционные исследования должны дать полную характеристику инвестиционного проекта, поэтому результаты, полученные именно на данной стадии проектного цикла, изучаются инвестором. Ключевую роль в оценке проекта играют технико-экономическое обоснование (ТЭО) и бизнес-план. ТЭО инвестиций является основным документом, обосновывающим целесообразность и эффективность инвестиций в рассматриваемый проект. В ТЭО прорабатываются технологические, конструкторские, природоохранные решения. Результатом этих исследований является бизнес-план, фоновые условия и цели которого должны быть четко определены по отношению к главной цели и возможным маркетинговым стратегиям, возможной достижимой доли рынка, соответствующим производственным мощностям, расположению предприятия, существующим сырьевым материалам, подходящей технологии и оборудования, оценке влияния на окружающую среду. Бизнес-план также включает финансовую сторону исследования, охватывающую весь масштаб инвести-

рования, и окончательные оценки эффективности реализации проекта. Бизнес-план является как инструментом для привлечения инвестиций, так и основой внутрифирменного планирования.

На прединвестиционной фазе также принимается решение о финансировании. Все источники финансирования делятся на три основные группы:

1. Внутренние, входящие в состав собственного капитала (прибыль, амортизационные отчисления, страховые возмещения).

2. Привлеченные, включаемые в состав собственного капитала (финансовые средства, привлекаемые за счет эмиссии, благотворительные взносы, государственные субсидии).

3. Привлеченные, не включаемые в состав собственного капитала, или заемные (банковские и коммерческие кредиты, государственные кредиты и займы, операционный и финансовый лизинг).

Таким образом, подробное рассмотрение жизненного цикла проекта, оценка и контроль на каждой фазе являются залогом успешной реализации проекта.

8.2. ОЦЕНКА ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ

8.2.1. Роль денежного потока в оценке инвестиционного проекта

Проект – это материально-организационное воплощение инвестиций (в данном конкретном случае – капитальных вложений). Инвестиции представляют собой поток, благодаря которому происходит приумножение существующего запаса капитальных благ за определенный отрезок времени. При определении и оценке денежных потоков некоторого проекта должны выполняться основные принципы, изложенные в Методических рекомендациях по оценке эффективности инвестиционных проектов.

1. Рассмотрение денежных потоков проекта должно осуществляться на протяжении всего его жизненного (проектного) цикла – от проведения прединвестиционных исследований до прекращения проекта.

2. Денежные потоки должны включать все связанные с осуществлением проекта денежные поступления и расходы за расчетный период с учетом возможности использования различных валют.

3. Принцип сопоставимости условий сравнения денежных потоков различных проектов, в том числе инфляции, инвестиционного риска, сроки окупаемости (премия за низкую ликвидность – более высокую ставку применяют по проекту с длительным периодом окупаемости).

4. Принцип положительного чистого денежного потока и максимального эффекта.

5. Учет фактора времени при оценке денежных потоков проекта. Этот принцип заключается в динамичности (изменении во времени) параметров проекта и его окружения, учете разрывов во времени (лагов) между производством продукции или поступлением ресурсов и их оплатой, в неравноценности разновременных денежных потоков (предпочтительность более ранних положительных потоков и более поздних отрицательных).

6. Принцип учета только предстоящих расходов и поступлений. При определении денежных потоков, используемых для расчета показателей эффективности проекта, должны учитываться только предстоящие в ходе осуществления проекта затраты и поступления, включая затраты, связанные с привлечением ранее созданных производственных фондов, а также предстоящие потери, непосредственно связанные с осуществлением проекта. Ранее созданные ресурсы, используемые в проекте, оцениваются не затратами на их создание, а альтернативной стоимостью, отражающей максимальное значение упущенной выгоды, связанной с наилучшим возможным альтернативным использованием. Если альтернативной стоимости не существует, то подобные затраты в денежных потоках не учитываются и на значение показателей эффективности не влияют.

7. Принцип «с проектом» и «без проекта». Оценка должна производиться с сопоставлением ситуации не «до проекта» и «после проекта», а «с проектом» и «без проекта». Этот принцип основан на учете альтернативных издержек.

8. Учет всех наиболее существенных последствий проекта.

9. Учет наличия разных участников проекта, несовпадения их интересов и различных оценок стоимости капитала, выражающих индивидуальное значение нормы дисконта.

10. Многоэтапность оценки денежных потоков проекта.

11. Учет влияния на эффективность инвестиционного проекта потребности в оборотном капитале, необходимом для функционирования создаваемых в ходе реализации проекта производственных фондов.

Денежный поток – это категория финансового менеджмента, представляющая собой перевод денег от одного экономического субъекта другому. С позиции субъекта получение денежных средств означает положительный поток (приток), соответственно денежная выплата рассматривается как отрицательный поток (отток).

Необходимым условием возникновения денежного потока является фактическая передача денежных средств за пределы экономического субъекта, переход права собственности на них от плательщика к получателю. Таким образом, движение денежных средств внутри субъекта не является денежным потоком. Принципиальное отличие денежных потоков от показателей бухгалтерской прибыли заключается в том, что, рассчитывая величину чистой прибыли, предприятие имеет возможность субъективного использования методов и предположений, позволяющих изменять величину учетного показателя в выгодном для руководства направлении (например, через выбор способов начисления амортизации, оценки запасов), тогда как денежный поток всегда объективен и неподконтролен получателю платежа. Еще одним принципиальным отличием денежного потока является учет в момент их фактического возникновения (фактической уплаты), а не в момент возникновения задолженности или обязательства. Суммарная величина однонаправленных (положительных или отрицательных) денежных потоков экономического субъекта за определенный промежуток времени называется *валовым денежным потоком*. Алгебраическая сумма валовых притоков и оттоков за один и тот же период – *чистый денежный поток*.

Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов дают понятие денежного потока – это зависимость от времени денежных поступлений и платежей, определяемая для всего расчетного периода. В данном определении денежного потока реализуется принцип рассмотрения на протяжении всего жизненного цикла. Начало расчетного периода определяется, как правило, на дату начала вложения средств в проектно-исследовательские работы. Прекращение реализации проекта может быть обусловлено исчерпанием ресурсов, изменением требований, норм, стандартов, моральным старением, потерей конкурентоспособности и отсутствием спроса на продукцию, износом опреде-

ляющей части производственных фондов. При необходимости в конце периода производится ликвидация сооруженных объектов. Расчетный период разбивается на шаги – отрезки, в пределах которых производится агрегирование данных, используемых для оценки финансовых показателей. Шаги выделяются в соответствии с моментами завершения строительства объектов, завершения освоения вводимых производственных мощностей, моментами начала производства, моментами замены основных средств, периодичностью финансирования, изменением цен вследствие инфляции (в течение шага расчетные цены не должны изменяться более чем на 5–10%). Время расчетного периода измеряется в годах или в долях года и отсчитывается от фиксированного момента, принимаемого за базовый. На каждом шаге значение денежного потока характеризуется притоком, равным размеру денежных поступлений, и оттоком, равным платежам на этом шаге. Разность между притоком и оттоком, представленная выше как чистый денежный поток, в Методических рекомендациях называется сальдо (активный баланс или эффект).

Особое место занимают при оценке денежных потоков невозвратные издержки и накладные расходы. Невозвратные издержки представляют собой произошедший в прошлом необратимый отток денег. Невозвратные издержки относятся к прошлому, поэтому на них не могут повлиять решения о принятии проекта или отказе от него, следовательно, их не стоит учитывать. При учете накладных расходов, которые не могут быть отнесены на какой-либо один проект и начисляются путем распределения пропорционально выбранной базе, необходимо придерживаться принципа приростных денежных потоков. Согласно этому принципу должны учитываться только дополнительные издержки, создаваемые проектом.

Денежный поток может быть оценен по периодам жизненного цикла инвестиционного проекта и по видам деятельности (табл. 31–33).

Денежный поток по видам деятельности складывается из:

- 1) денежного потока от инвестиционной деятельности;
- 2) денежного потока от операционной деятельности;
- 3) денежного потока от финансовой деятельности.

Таблица 31

Оценка денежного потока по периодам жизненного цикла

Периоды жизненного цикла проекта	Предынвестиционная и инвестиционная фазы	Эксплуатационная фаза	Ликвидационная фаза
Последовательность расчета проектного денежного потока	<ul style="list-style-type: none"> – Капитальные затраты. – Прочие организационные расходы. – Инвестиции в чистый оборотный капитал 	<ul style="list-style-type: none"> + Выручка от реализации. – Расходы на производство и реализацию Прибыль от продаж. – Налог на прибыль Чистая прибыль за период. + Амортизация. + Чистый оборотный капитал. + Внеоборотные активы Чистый операционный денежный поток 	<ul style="list-style-type: none"> + Выручка от реализации основных фондов и НМА. – Стоимость демонтажа. + Рыночная стоимость земельных участков и объектов природопользования. + Рыночная стоимость реализации оборотных активов Ликвидационный денежный поток

Таблица 32

Составляющие притоков и оттоков денежного потока от инвестиционной деятельности

Притоки	Оттоки
Продажа активов	Капитальные вложения (в т.ч. некапитализируемые затраты – уплата налога на используемый для проекта земельный участок)
Поступления за счет уменьшения оборотного капитала	Пусконаладочные работы (ПНР)
	Ликвидационные затраты (демонтаж, защита окружающей среды)
	Затраты на увеличение оборотного капитала
	Средства, вложенные в дополнительные фонды (собственные средства, вложенные на депозит, а также затраты на покупку ценных бумаг, предназначенные для финансирования инвестиционного проекта)

Сведения об инвестиционных затратах должны включать информацию, классифицированную по видам затрат. Источниками такой информации являются ТЭО и бизнес-план.

Таблица 33

Притоки и оттоки денежного потока от операционной деятельности

Притоки	Оттоки
Денежная выручка от реализации	Производственные издержки
Прочие доходы (согласно Методическим рекомендациям к ним относятся: доходы от сдачи имущества в аренду, поступления при закрытии депозитных счетов и возврат займов)	Налоги
Поступления от средств, вложенных в прибыльные активы (вложения собственных средств на депозит)	

Источниками информации в данном случае являются предпроектные и проектные материалы, исследования рынков сбыта продукции. Все показатели указываются с выделением НДС и других налогов и сборов, включаемых в цену. Амортизация – это неденежная статья расходов. Она обеспечивает ежегодную налоговую защиту, величина которой равна произведению начисленной амортизации и предельной ставки налога.

Денежный поток от финансовой деятельности учитывается только на этапе определения эффективности участия в инвестиционном проекте, таким образом, формируется при выборе схемы финансирования. К оттокам в данном случае относят возврат и обслуживание займов в форме облигаций, кредитов, выплату дивидендов акционерам.

Достаточным условием финансовой реализуемости проекта является неотрицательное значение на каждом шаге величины накопленного сальдо потока. Также используется показатель «накопленный денежный поток», который характеризует накопленное сальдо на каждом шаге расчетного периода как сумму соответствующих показателей денежного потока за данный и все предшествующие шаги.

Одним из основных принципов оценки денежных потоков является принцип учета инфляции. Инфляция – повышение общего (среднего) уровня цен с течением времени. Учет инфляции преследует две основные цели: определение влияния инфляции на доход-

ность инвестиций; использование коэффициентов дисконтирования, учитывающих инфляционные ожидания инвесторов.

Согласно данному принципу денежные потоки могут выражаться в текущих, прогнозных и дефлированных ценах. Текущими называются цены, заложенные в проект без учета инфляции. Прогнозными называются цены, ожидаемые с учетом инфляции на будущих шагах расчета. Дефлированными называются прогнозные цены, приведенные к уровню цен фиксированного момента времени путем деления на общий базисный индекс инфляции.

В финансовой литературе для учета инфляции выделяются такие категории, как реальные и номинальные ставки дисконтирования и реальные и номинальные потоки. **Реальная номинальная ставка** – это номинальная процентная ставка, приведенная к неизменному уровню цен, т.е. скорректированная с учетом инфляции. Реальная процентная ставка показывает рост покупательной способности денежных сумм с учетом как номинальной процентной ставки, так и темпа инфляции, т.е. характеризует изменение реальной стоимости денег. **Номинальные денежные потоки** – это потоки, выраженные в текущих ценах. Реальные денежные потоки отражают реальную покупательную способность и определяются путем деления номинальных денежных потоков на индекс цен. При этом должно соблюдаться правило согласованности, которое заключается в выборе номинальной ставки дисконтирования для приведения номинального денежного потока и реальной – для реального. Номинальные и реальные процентные ставки связаны уравнением Фишера:

$$1 + r_{\text{номинальная}} = (1 + r_{\text{реальная}}) \times (1 + i), \quad (70)$$

где i – индекс инфляции.

Налоговая защита по амортизационным отчислениям не увеличивается вместе с инфляцией, ее номинальная величина постоянна, так как НК РФ позволяет списывать амортизацию только с первоначальной цены активов. Принятие решения по инвестиционным проектам может осуществляться на основе анализа как номинальных, так и реальных денежных потоков. Однако Методические рекомендации указывают на использование прогнозных цен для проверки условий финансовой реализуемости и определения потребности в финансировании. Основными показателями, описывающими влияние инфляции, являются:

1. **Базисный общий индекс инфляции.** Определяется за период от начальной точки (начала или конца нулевого шага) до конца m -го шага. Рассчитывается как отношение среднегодового уровня цен в конце m -го шага к среднему уровню цен в начальный момент времени (GI_m).

2. **Цепной общий индекс инфляции.** Рассчитывается как отношение среднего уровня цен в конце m -го шага к среднему уровню цен в конце шага $m - 1$ (I_m).

Инфляция называется однородной, если темпы (индексы) изменения цен всех товаров и услуг зависят только от номера шага, но не от характера товара и услуги. При нарушении этих условий речь будет идти уже о неоднородной инфляции. Для учета неоднородности инфляции вводится базовый коэффициент неоднородности:

$$GN_n^k = \frac{GI_n^k}{GI_n}, \quad (71)$$

где GI_n^k – базисный индекс на k -й продукт; GI_n – базисный общий индекс инфляции. Если известны прогноз инфляции на весь расчетный период (общие индексы), коэффициенты неоднородности всех продуктов, а также прогнозы текущих (без учета инфляции) цен на продукты, то на основе коэффициентов неоднородности определяются индексы цен на каждый продукт и на основе полученной информации рассчитываются прогнозные цены на все продукты на начало каждого шага по формуле:

$$P_n^{pk} = P_n^k \times GI_n \times GN_n^k, \quad (72)$$

где P_n^{pk} – прогнозная цена k -го продукта; P_n^k – текущая цена k -го продукта.

Для учета влияния инфляции на общий денежный поток проекта его определяют в прогнозных ценах (CF^p) с использованием приведенных выше методов, а затем строится денежный поток в дефлированных ценах:

$$CF^d = \frac{CF^p}{GI_n}.$$

На основании дефлированного потока рассчитываются показатели эффективности.

8.2.2. Методы оценки инвестиционных проектов

Любой проект, который инициируется ради получения коммерческих выгод, рассматривается как источник будущих доходов, генерируемых за счет осуществления на этапе инвестирования единовременных вложений и затрат текущего характера. Следовательно, рассматривая денежные потоки, необходимо доказать наличие действительных коммерческих выгод – оценить эффективность инвестиционного проекта. Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов выделяют концептуальную схему оценки эффективности, представленную на рис. 20.

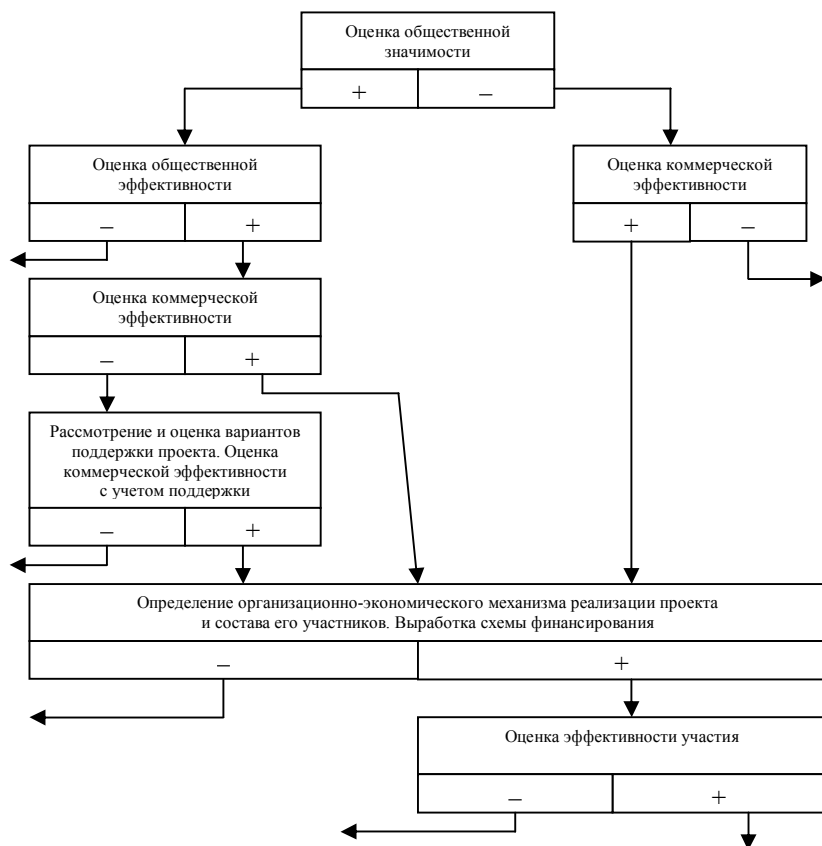


Рис. 20. Концептуальная схема оценки эффективности инвестиционного проекта

Рассматриваются 2 этапа оценки:

1-й этап. Анализируются показатели эффективности проекта в целом. Цель этапа – агрегированная экономическая оценка проекта в целом и создание необходимых условий для поиска инвесторов. Для данной работы необходимо рассмотреть только локальные проекты, поэтому с целью оценки на первом этапе достаточно рассмотреть коммерческую эффективность.

2-й этап. Выбор схемы финансирования и уточнение состава участников проекта.

Однако законодательно утвержденная вторая редакция Методических рекомендаций с ее концептуальной схемой оценки может быть успешно использована скорее для определения эффективности проектов, претендующих на государственную поддержку.

В данном учебнике будет рассмотрена только коммерческая эффективность инвестиционного проекта. Коммерческая эффективность инвестиционного проекта оценивается в течение всего расчетного периода с учетом основных принципов оценки и особенностей формирования денежных потоков. Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов выделяют в качестве основных показателей, используемых для расчета коммерческой эффективности инвестиционного проекта, следующую группу показателей:

- чистый доход;
- чистый дисконтированный доход;
- внутреннюю норму доходности;
- индекс доходности;
- срок окупаемости;
- потребность в дополнительном финансировании;
- группу показателей, характеризующих финансовое состояние предприятия.

Потребность в дополнительном финансировании – максимальное значение абсолютной величины отрицательного накопленного сальдо (дисконтированного накопленного сальдо, если речь идет о дисконтном методе) от инвестиционной и операционной деятельности. Величина потребности в финансировании показывает минимальный объем внешнего финансирования проекта, необходимый для обеспечения его финансовой реализуемости.

В проектном анализе, в отличие от Методических рекомендаций, выделяют две основные группировки методов, основанные на принципе учета времени, используемые при оценке эффективности:

- 1) статистические;
- 2) динамические.

Статистические методы оценки не учитывают фактор времени и предлагают использовать данные бухгалтерской отчетности (табл. 34).

Таблица 34

Статистические методы инвестиционных расчетов

Однопериодные	Многопериодные
Средняя прибыль	Период окупаемости РР
Средние издержки	Индекс доходности затрат
Коэффициент эффективности инвестиций (учетная норма прибыли ARR)	Индекс доходности инвестиций

Они ориентированы на средние значения результатов (максимизацию прибыли и минимизацию издержек). Части методов этой группы присущи недостатки бухгалтерской прибыли. Однопериодные статистические методы имеют несколько общих признаков: относятся к фиктивному годовому отчетному периоду и используют значения результата (доходы и расходы) по периодам.

Средняя прибыль определяется как разница между средней выручкой и средними издержками. Предпочтительной считается инвестиция с максимальной средней прибылью. Используется для одно-масштабных проектов с равными проектными периодами.

Коэффициент эффективности инвестиций:

$$ARR = \frac{EBIT(\text{чистая прибыль среднегодовая})}{\text{Величина инвестированного капитала}}. \quad (73)$$

В отличие от однопериодных многопериодные статистические методы учитывают не издержки и выручку, а платежи. Период окупаемости может быть рассчитан кумулятивным методом (последовательно суммируются все выплаты и поступления до тех пор, пока кумулятивные поступления не достигнут кумулятивных выплат) и методом усреднения параметров (величина первоначального инвестированного капитала / средняя величина поступлений за год). По-

следний метод используется, если денежные потоки в каждом году равны приблизительно одинаковой величине. Индекс доходности затрат – это отношение суммы денежных притоков к сумме денежных оттоков. Индекс доходности инвестиций – это отношение суммы элементов денежного потока от операционной деятельности к абсолютной величине суммы элементов денежного потока от инвестиционной деятельности. Игнорирование временной структуры денежного потока является серьезным общим недостатком многопериодных статистических методов.

Динамические методы (дисконтные методы) включают в себя 4 основных метода:

- чистый дисконтированный доход (Net Present Value, NPV);
- внутренняя норма доходности (Internal Rate of Return, IRR);
- дисконтированный индекс доходности (Profitability Index, PI);
- дисконтированный период окупаемости (Discounted Payback Period, DPP).

Все динамические методы ориентируются на многопериодичные определенные цели и однозначно учитывают временную структуру денежного потока. Учет временной составляющей денежного потока позволяет осуществить дисконтирование.

Дисконтированием денежных потоков называется приведение их разновременных (относящихся к разным шагам) значений и их ценности на определенный момент времени, который называется моментом приведения. Экономический смысл дисконтирования заключается во временном упорядочении денежных потоков различных временных периодов. Приведенная стоимость отсроченного платежа может быть получена умножением этого платежа на коэф-

фициент дисконтирования ($\frac{1}{(1+q)^n}$ – для сложного процента). При

этом q – норма доходности, которую дают сопоставимые альтернативные инвестиции на рынке капитала. Норму доходности также называют ставкой дисконтирования, предельной (минимально приемлемой) доходностью, альтернативными издержками привлечения капитала. Альтернативные издержки символизируют доходность, от которой отказывается инвестор, вкладывая деньги в какой-либо проект. При этом риск альтернативного вложения должен быть эквивалентен риску вложения в рассматриваемый инвестиционный проект. Норму доходности также определяют как безопасный или гаранти-

рованный уровень доходности, увеличенный на величину надбавки за риск ($q_d = q_{\text{безрисковая}} + q_{\text{премия за риск}}$).

В качестве нормы дисконта могут выступать: средняя депозитная или кредитная ставка; индивидуальная норма доходности, которая требуется инвестору с учетом темпа инфляции, уровня риска; норма доходности по государственным ценным бумагам; норма доходности по текущей деятельности – рентабельность активов, собственного капитала и продаж; норма доходности по аналогичным проектам; средневзвешенная стоимость капитала.

Метод чистого дисконтированного дохода. Чистый дисконтированный доход (интегральный эффект) – накопленный дисконтированный эффект за расчетный период. Основное правило чистого приведенного дохода – инвестировать в любой проект с положительной чистой приведенной стоимостью. Это связано с тем, что NPV ориентирован на достижение главной цели инвестирования – получение приемлемого для инвестора чистого дохода. Данный метод позволяет получить наиболее обобщенную характеристику финансового результата реализации проекта, т.е. конечный эффект в абсолютном выражении. В случае одноразовых инвестиций чистый приведенный доход определяется по формуле

$$NPV = \sum R_t \times U^t - IC, \quad (74)$$

где $U = \frac{1}{(1+q)}$; $R_1, R_2 \dots R_n$ – поступления от проекта в период n ; IC – одноразовые инвестиции.

Для вложений в несколько этапов:

$$NPV = \sum R_t \times U^t, \quad (75)$$

где R_t – денежный поток на соответствующем шаге.

Если размер всех членов ренты (размер платежей) одинаков, т.е. имеется постоянная финансовая рента (аннуитет), то формула расчета может быть получена с использованием формулы суммы n первых членов геометрической прогрессии. Первоначально определяется наращенная сумма, а затем последняя дисконтируется на начальный момент времени.

$$S = R \times \frac{(1+q)^n - 1}{q}, \quad (76)$$

$$A = R \times \frac{(1+q)^n - 1}{q} \times (1+q)^{-n} = R \times \frac{1 - (1+q)^{-n}}{q}, \quad (77)$$

где $\frac{1 - (1+q)^{-n}}{q}$ – коэффициент приведения.

Правило принятия решения: $NPV > 0$ – проект следует принять; $NPV = 0$ – проект ни прибыльный, ни убыточный; если $NPV < 0$ – проект следует отвергнуть, так как в случае принятия проекта ценность компании уменьшится. Приведенная стоимость выражается в текущих деньгах, поэтому ее значение можно суммировать.

Метод внутренней нормы рентабельности (IRR). Внутренняя норма доходности инвестиционного проекта представляет собой показатель эффективности инвестиций, выраженной в виде годовой ставки сложных процентов. Данный метод позволяет оценить эффективность капиталовложений путем сравнения внутренней нормы доходности инвестиций с эффективной ставкой процента. IRR – такое значение ставки сравнения q , при использовании которого современная величина потока доходных платежей, определенных на момент начала срока осуществления инвестиционного проекта, равна современной величине потока инвестиций, определенных на тот же момент времени. Смысл данного показателя заключается в том, что начисление процента по ставке q на сумму инвестиций дает сумму, эквивалентную выплате доходных платежей, предусматриваемых в процессе осуществления проекта. Чем больше внутренняя норма доходности, тем более привлекателен проект для инвестора. Внутренняя норма доходности может быть определена только для тех вариантов инвестиционных проектов, у которых процесс вложения денежных средств предшествует процессу поступления отдачи от вложений.

Таким образом,

$$IRR = q, \text{ при которой } NPV = 0, \text{ т.е. } NPV = \sum R_t \times U^t = 0. \quad (78)$$

IRR – это максимальное значение рыночной ставки, при которой проект все еще сохраняет инвестиционную привлекательность. Внутренняя норма доходности может быть использована:

- 1) при экономической оценке проектных решений;
- 2) при оценке устойчивости проектов при разности внутренней нормы доходности и нормы дисконта;
- 3) при определении участниками проекта нормы дисконта по данным о внутренней норме доходности альтернативных вариантов вложения.

Метод дисконтированного индекса доходности (PI). Индекс доходности представляет собой отношение современной величины потока доходов к современной величине потока инвестиций, определенных на момент начала срока реализации инвестиционного проекта, и рассчитывается по следующей формуле:

$$PI = \frac{\sum R_t \times U^t}{IC}. \quad (79)$$

Показатель PI является относительным коэффициентом и характеризует отдачу от проекта на вложенные в него средства (отдачу каждого рубля инвестиций). Относительный характер позволяет PI устранять такой недостаток NPV, как неадекватность результатов в силу различий масштабов инвестирования, поэтому он удобен при выборе проектов из ряда альтернативных. Критерий отбора выглядит следующим образом: $PI > 1$ – проект принимается, $PI = 1$ – проект не является ни прибыльным ни убыточным, $PI < 1$ – проект следует отвергнуть. Чем больше значение PI , тем выше отдача с каждого вложенного рубля и тем предпочтительнее является инвестиционный проект.

Метод дисконтированного срока окупаемости (DPP).

Периодом окупаемости проекта называется число лет, в течение которых прогнозируемые приведенные денежные потоки в общей сложности достигают величины первоначальных инвестиций. PP – продолжительность периода, начинающегося в момент завершения инвестиций, в течение которого современная величина потока доходных платежей, определенная на момент завершения инвестиций, становится равной сумме инвестиций, приведенных к тому же самому моменту времени. Расчет срока окупаемости имеет смысл только для тех инвестиционных проектов, у которых процесс вложения денежных средств предшествует процессу поступления отдачи от вложений. В отличие от прочих показателей при расчете срока окупаемости все платежи приводятся не к начальному моменту времени, а

к моменту завершения инвестиций. Формула для расчета дисконтированного срока окупаемости может иметь вид $DPP = \min n$, при ко-

тором $\sum_{t=1}^n R_t \times U^t \geq IC$. Также существует специальный алгоритм

расчета дисконтированного срока окупаемости, который позволяет рассмотреть дробную часть года (рассматривается аннуитет). Рассматриваются годы, в течение которых происходит инвестирование: $K_1, K_2 \dots K_{n1}$ – оттоки в течение $n1$ лет, и годы, когда поступает отдача от вложений: E_1, E_2, \dots, E_{n2} – притоки в течение последующих $n2$ лет. Тогда 1-й этап: приведение инвестиционных потоков к моменту завершения инвестиций

$$K = \sum_{t=1}^{n1} K_t \times (1+q)^{n1-t}. \quad (80)$$

2-й этап: последовательно рассчитывается величина $S_1, S_2, \dots, S_m, \dots, S_n$, где S_m – сумма m первых доходных платежей, дисконтированных на момент завершения инвестиций:

$$S_m = \sum_{t=1}^m E_t \times U^t. \quad (81)$$

Расчет производится до момента достижения следующего неравенства: $S_m < K < S_{m+1}$. В этом случае $DPP = m + a$, где m – целое число лет, а a – некоторая дробная часть года. Формула определения дробной части имеет вид

$$a = \frac{K - S_m}{E_{m+1} \times U^{m+1}}. \quad (82)$$

Правило окупаемости имеет основной недостаток: оставляет без внимания все денежные потоки, выходящие за рамки предельного периода окупаемости. Руководствуясь правилом окупаемости, нужно установить предельный период окупаемости в зависимости от проекта.

Между рассмотренными дисконтными методами оценки инвестиционного проекта существует взаимосвязь: Если $NPV > 0$, то одновременно $PI > 1$. При выборе инвестиционного проекта из группы альтернативных основными используемыми методами являются NPV, IRR, однако сделать однозначные выводы на основе указанных

методов не всегда представляется возможным в связи с тем, что один из показателей является абсолютным, а другой – относительным.

Основными недостатками всех дисконтных методов являются:

1. Предположение об определенности платежей, предусмотренных в процессе осуществления проекта, а также привязка их к конкретным срокам выплат. На практике размер будущих платежей известен лишь приблизительно. Недостаток устраняется использованием сценарного подхода.

2. Субъективный характер в определении нормы доходности q . Недостаток устраняется расчетом показателей с использованием не конкретного значения ставки, а некоторого диапазона.

8.3. ОСОБЕННОСТИ ИСПОЛЬЗУЕМЫХ МЕТОДОВ ПРИ ПРИНЯТИИ РЕШЕНИЯ О ВКЛЮЧЕНИИ ИЛИ ОТКЛОНЕНИИ ИНВЕСТИЦИОННОГО ПРОЕКТА

Как следует из предыдущих параграфов работы, в основе процесса принятия управленческих решений инвестиционного характера лежит оценка сравнения объема предполагаемых инвестиций и будущих поступлений. Однако в результате анализа возникает несколько затруднений, связанных с особенностями типов отношений сравниваемых проектов и противоречиями применяемых методов.

Первоначально рассмотрим особенности типов отношений между сравниваемыми инвестиционными проектами. В том случае, если проекты являются независимыми, особых противоречий в определении их включения не возникает. Единичный проект является частным случаем группы независимых проектов, при этом дисконтные методы (NPV, IRR, PI) дают одинаковые рекомендации по поводу включения проекта на основе изложенных в предыдущих параграфах правил.

Однако в реальной финансовой практике в условиях бюджетных ограничений менеджеру необходимо сделать выбор из некоторого количества альтернативных проектов. В данном случае ситуация с бюджетным ограничением может возникать вследствие того, что ограничена доступность финансовых ресурсов их ценой, а также ситуация, когда величина источников средств и их доступность заранее не могут быть точно определены или подвержены изменениям во времени, – внешнее лимитирование. Возможны и ситуации внут-

ренного лимитирования, когда менеджер намеренно ограничивает абсолютную сумму или устанавливает минимальный уровень доходности выше, чем WACC. В сложившейся ситуации результаты применения различных дисконтных методов могут вступать в противоречие, что значительно усложняет процесс ранжирования проектов по степени их приоритетности. Основной причиной противоречий является то, что NPV – абсолютный показатель, а PI и IRR – относительные. Поэтому для принятия окончательного решения необходимо выдвинуть аргументы в пользу того или иного метода.

В целях дальнейшей работы необходимо четко определить понятие альтернативности проектов. Инвестиции тогда можно сравнивать друг с другом, когда их можно сформулировать как подлинные, взаимно исключающие друг друга альтернативы. Формулирование подлинных альтернатив заключается в правильном построении полного финансового плана. Полный финансовый план заключается в том, что проекты, содержащиеся в нем, должны быть взаимоисключающими и полными, т.е. идентичными по величине оттока. В случае неполного проекта подлинность альтернатив достигается путем дополнения неполных проектов подходящим образом, т.е. в случае, если одна из альтернатив имеет величину оттока k , а другая – b , причем $k > b$, то второй проект в полном финансовом плане должен быть дополнен оттоком, величина которого $k - b$.

Таким образом, если некоторое количество проектов являются альтернативными, то это дает возможность рассмотреть основные противоречия методов оценки NPV и IRR при выборе инвестиционного проекта.

В настоящее время метод IRR имеет широкую популярность, при этом придерживаются основного правила: «реализуй инвестиционные возможности, доходность которых выше альтернативных издержек привлеченного капитала». Однако существуют ситуации, когда возможность использования этого метода ограничена и предпочтение следует отдавать методу NPV. Ограничение методов во многом определяется их функциональными зависимостями. График функции $NPV = f(q, R)$.

Рассмотрим функцию IRR и ее ограничения. Функция IRR имеет вид

$$IRR = f(q) = \sum_{t=1}^n \frac{R_t}{(1+q)^t}. \quad (83)$$

Функция обладает свойствами, которые носят абсолютный характер, т.е. не зависят от денежного потока, а также свойствами, проявляющимися в зависимости от специфики потока:

- 1) функция $y = f(q)$ является нелинейной;
- 2) при $q = 0$ NPV пересекает ось ординат в точке, равной сумме всех элементов недисконтированного денежного потока;
- 3) в случае неординарного денежного потока график функции будет пересекать ось абсцисс в нескольких местах, т.е. будет несколько значений IRR.

IRR показывает ожидаемую доходность проекта и, следовательно, максимально допустимый относительный уровень расходов. Значение данного показателя в процессе принятия решения обычно сравнивается со значением цены капитала или цены некоторого целевого источника в зависимости от особенностей инвестиционного проекта. Опираясь на рассмотренные свойства функции, можно опделить основные ограничения методов IRR и NPV.

Ограничения IRR:

1. IRR – относительный показатель, поэтому с его помощью невозможно сделать выбор в пользу того альтернативного проекта, который принесет наибольший вклад в увеличение капитала предприятия и благосостояния собственника. IRR показывает лишь максимальный уровень затрат.

2. IRR является функцией не только от q , но и от денежного потока, следовательно, характер денежного потока будет предопределять возможность применения правила «чем больше, тем лучше» в отношении IRR: при возрастающем денежном потоке ($R_1 = 100$, $R_2 = -150$) применение правила ограничено, а при убывающем ($R_1 = -100$, $R_2 = 150$) его применение возможно.

3. В отличие от NPV IRR не обладает свойством аддитивности, т.е. для двух инвестиционных проектов А и В выполняется: $NPV(A+B) = NPV(A) + NPV(B)$; $IRR(A+B) \neq IRR(A) + IRR(B)$.

4. IRR не позволяет различать ситуаций, когда цена капитала изменяется.

На рис. 21 точка пересечения двух графиков (m) показывает значение коэффициента дисконтирования, при котором оба проекта имеют одинаковый NPV, – точка Фишера. В данном случае IRR не позволяет расставить приоритеты между проектами и не показывает различий между ситуацией, когда цена капитала $m + 1$ и $m - 1$. В рассмотренном случае при $IRR = m$ если альтернативные издержки при-

влечения $m - 1$, то более ценен долгосрочный проект А, в противном случае – краткосрочный проект В.

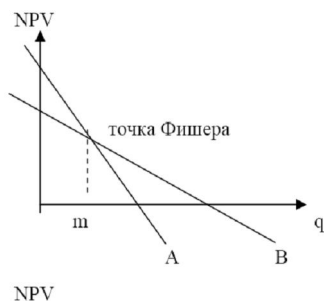


Рис. 21. Выбор альтернативного проекта в условиях изменения цены капитала

5. Без анализа приростных расходов внутренняя норма доходности не может служить надежным критерием для сопоставления проектов с разным масштабом. Неточный результат может быть получен при сопоставлении проектов с разными временными схемами.

6. Неординарность денежных потоков становится существенным ограничением для использования IRR, что связано с зависимостью функции $y = f(q, R)$ от характера денежного потока R_t . В зависимости от особенностей неординарных денежных потоков функция

$$f(q) = \sum_{t=1}^n \frac{R_t}{(1+q)^t}$$

может иметь несколько корней (несколько пересечений с осью OX) или вообще не иметь их. Это приводит к невозможности определения значения IRR. Стандартным примером денежного потока, при котором функция не имеет ни одного корня, является $R_1 = 100$, $R_2 = -120$, $R_3 = 110$.

На сегодняшний момент существует аналог показателя IRR, который позволяет работать с неординарными денежными потоками, – *MIRR – модифицированная внутренняя норма прибыли*.

Алгоритм расчета показателя предусматривает несколько процедур:

- 1) рассчитывается суммарная дисконтированная стоимость всех оттоков (дисконтирование по цене источника финансирования);
- 2) рассчитывается суммарная наращенная стоимость всех притоков – терминальная стоимость (наращение по цене источника финансирования);

3) определяется MIRR – коэффициент дисконтирования, уравнивающий суммарную приведенную стоимость оттоков и терминальную стоимость:

$$\sum_{i=0}^n \frac{K_i}{(1+q)^i} = \frac{\sum_{i=0}^n E_i \times (1+q)^{n-i}}{(1+MIRR)^n}, \quad (84)$$

где K – отток денежных средств в i -м периоде; E – приток денежных средств в i -м периоде. Данная формула применима лишь в том случае, если терминальная стоимость превышает сумму дисконтированных оттоков.

Ограничения NPV:

1. NPV, являясь абсолютным показателем, не дает информации о резерве безопасности проекта, который дают IRR и PI, поэтому NPV может быть сопряжен с высоким риском (чем больше PI превосходит 1, тем больше резерв безопасности).

2. Значение NPV зависит от масштаба проекта, т.е. учитывает масштаб инвестиций.

3. В условиях временной несопоставимости проектов использование метода NPV также ограничено. Однако это ограничение можно преодолеть одним из нескольких способов:

- 1) методом цепного повтора;
- 2) методом эквивалентного аннуитета.

Метод цепного повтора в рамках общего срока действия проекта. Использование этого метода подразумевает нахождение наименьшего срока действия проектов, в пределах которого каждый из них может быть повторен целое число раз. Длина этого конечного общего срока находится с помощью наименьшего общего кратного. Далее с учетом фактора времени находится суммарный NPV проектов, реализуемых необходимое число раз, и определяется проект из группы альтернативных с наибольшим значением NPV:

$$NPV(i, n) = NPV(i) \times \left(1 + \frac{1}{(1+q)^i} + \frac{1}{(1+q)^{2i}} + \frac{1}{(1+q)^{3i}} + \dots + \frac{1}{(1+q)^{N-i}}\right), \quad (85)$$

где N – наименьшее общее кратное; $NPV(i)$ – чистый приведенный доход исходного проекта; i – продолжительность проекта; n – число повторений исходного проекта.

Метод бесконечного цепного повтора. Если несколько проектов существенно различаются по продолжительности, то используется метод бесконечного цепного повтора. При использовании метода предполагается, что каждый из альтернативных проектов может быть реализован неограниченное число раз.

$$NPV(i, \infty) = \lim_{n \rightarrow \infty} NPV(i, n) = NPV(i) \times \frac{(1+q)^i}{(1+q)^i - 1}. \quad (86)$$

Метод эквивалентного аннуитета.

1. Рассчитывается NPV однократной реализации каждого проекта.
 2. Для каждого проекта находят эквивалентный срочный аннуитет, приведенная стоимость которого в точности равна NPV проекта. Находят величину аннуитетного платежа.

3. Предполагается, что найденный аннуитет может быть заменен бессрчным аннуитетом с той же самой величиной аннуитетного платежа. Рассчитывают приведенную стоимость бессрчного аннуитета (R/q) и выбирают проект с его наибольшей величиной.

Таким образом, с учетом ограничений применяемых методов альтернативные инвестиционные проекты ранжируются в порядке их приоритетности (табл. 35).

Таблица 35

Ранжирование проектов по нескольким критериям

Номер инвести- ционного проекта по списку	PI		NPV		IRR	
	значение	ранг	значение	ранг	значение	ранг
1						
2						
...						
<i>n</i>						

В случае использования метода IRR может быть построен график инвестиционных возможностей IOS (Investment Opportunity Schedule), который представляет собой графическое изображение анализируемых проектов, ранжированных в порядке сокращения IRR (рис. 22). Критерием включения, при одинаковом среднем риске проектов и компании в целом, становится WACC, строится график предельной цены капитала (MCC) в порядке, изложенном выше.

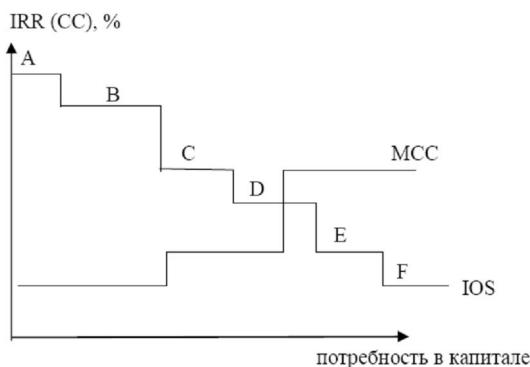


Рис. 22. Формирование бюджета капиталовложений

Точка пересечения графиков IOS и MCC показывает предельную цену капитала, которую можно использовать в качестве коэффициента дисконтирования для расчета NPV. Следовательно, логичным выводом становится утверждение, что WACC представляет собой минимально допустимую доходность по инвестициям средней степени риска.

Контрольные вопросы

1. В чем заключается экономическая сущность процесса инвестирования?
2. В чем заключается концепция временной ценности денежных вложений в инвестиционном анализе?
3. Что представляют собой операции дисконтирования и наращивания капитала?
4. Как учитывается воздействие инфляции на ход реализации инвестиционных решений?
5. Сущность стратегии и тактики в инвестиционном проектировании.
6. Назовите основные принципы, условия и ограничения анализа оценки рисков инвестиций и инноваций.
7. Каковы подходы к обоснованию управленческих решений в условиях высокой неопределенности?
8. Назовите фазы инвестиционного проектирования.
9. Дайте определение особенностей каждого из методов оценки инвестиционного проекта.

8.4. ФИНАНСОВЫЕ ИНВЕСТИЦИИ

При планировании финансово-хозяйственной и инвестиционной деятельности всегда необходимо учитывать вероятность наступления неблагоприятных событий из-за влияния различных факторов.

Риск – это ситуативная характеристика деятельности любого производителя, отображающая неопределенность ее исхода и возможные неблагоприятные последствия в случае неуспеха. Риск характеризуется вероятностью получения таких нежелательных результатов, как потеря прибыли, непоступление планируемых доходов и возникновение убытков, сокращение ресурсной базы и т.п.

Финансовые риски – это коммерческие спекулятивные риски, связанные с вероятностью потерь финансовых ресурсов, т.е. денежных средств, в результате проведения каких-либо операций в финансово-кредитной и биржевой сферах, совершения операций с фондовыми ценными бумагами. К финансовым рискам относятся:

- кредитный риск;
- риск упущенной выгоды;
- процентный риск;
- валютный риск и др.

Процесс управления риском может быть разделен на шесть стадий:

- 1) определение цели;
- 2) выяснение риска;
- 3) оценка риска;
- 4) выбор методов управления риском;
- 5) применение выбранного метода;
- 6) оценка результатов.

Целью управления финансовым риском является снижение потерь, связанных с данным риском, до минимума. Потери могут быть оценены в денежном выражении, оцениваются также шаги по их предотвращению. Финансовый менеджер должен уравновесить эти две оценки и спланировать, как лучше заключить сделку с позиции минимизации риска.

При оценке рискованных инвестиций целесообразно проводить расчеты как минимум по трем вариантам: наиболее вероятному, наиболее благоприятному (оптимистический вариант) и наименее благоприятному (вариант пессимистический). В соответствии с этими вариантами (сценариями) развития составляются таблицы денежных потоков по проекту.

Анализ фактора риска в инвестиционных операциях показывает, что перед инвестором стоит задача оценить с учетом риска конкурирующие между собой варианты инвестирования. Принятие решений инвестиционного характера основывается на использовании формализованных и неформализованных методов.

Между доходностью и риском существует жесткая связь: чем выше уровень риска, тем выше требуемый уровень доходности, и наоборот. Другими словами, за риск надо платить. Формально эту связь можно представить в виде

$$D_t = D_c + P_c, \quad (87)$$

где D_t – требуемая норма доходности; D_c – норма доходности, свободная от риска (это обычно доходность государственных краткосрочных ценных бумаг); P_c – премия за риск.

Формализация задачи оценки рисков обычно сводится к определению математического ожидания вероятности наступления прогнозируемого события. В зависимости от наличия или отсутствия исходной информации применяют два основных метода оценки рисков: аппарат математической статистики и экспертную оценку.

Определение степени риска – это проблема теории вероятности и других наук, использующих математический аппарат для описания событий в условиях неопределенности.

В основе оценки финансовых рисков лежит нахождение зависимости между определенными размерами потерь организации и вероятностью их возникновения. Эта зависимость выражается в виде кривой вероятностей возникновения определенного уровня потерь (кривой риска), для построения которой применяют различные способы:

- статистический;
- анализ целесообразности затрат;
- метод экспертных оценок;
- аналитический способ;
- метод аналогий.

Среди них следует особо выделить три:

- статистический способ;
- метод экспертных оценок;
- аналитический способ.

Суть *статистического способа* заключается в том, что изучается статистика потерь и прибылей, имевших место на данном или аналогичном производстве, устанавливаются величина и частотность получения той или иной экономической отдачи, составляется наиболее вероятный прогноз на будущее.

Главные инструменты статистического метода расчета финансового риска:

- вариация;
- дисперсия;
- стандартное (среднеквадратичное) отклонение.

Вариация – изменение количественных показателей при переводе от одного варианта результата к другому.

Дисперсия – мера отклонения фактического знания от его среднего значения.

Таким образом, величина риска, или степень риска, может быть измерена двумя критериями: среднее ожидаемое значение, колеблемость (изменчивость) возможного результата.

Среднее ожидаемое значение – это то значение величины события, которое связано с неопределенной ситуацией. Оно является средневзвешенной всех возможных результатов, где вероятность каждого результата используется в качестве частоты или веса соответствующего значения. Таким образом, вычисляется тот результат, который предположительно ожидается.

Частота (вероятность) возникновения некоторого уровня потерь вводится по формуле

$$F = \frac{N_1}{N_2}, \quad (88)$$

где F – частота (вероятность) возникновения событий, уровня потерь; N_1 – число случаев наступления конкретного уровня потерь; N_2 – общее число случаев в статистической выборке.

Среднее ожидаемое значение рассчитывают по формуле

$$\kappa = \sum R \times F, \quad (89)$$

где κ – среднее ожидаемое значение события; R – фактическое значение события.

Таким образом, среднее ожидаемое значение события равно произведению суммы фактических значений ® на соответствующие вероятности (F).

Колеблемость определяется дисперсией или среднеквадратическим отклонением. Оба эти инструмента дают абсолютные значения колеблемости, т.е. отклонения от среднего значения. Дисперсия определяется по формуле

$$\sigma = \Sigma(R - k)^2 \times F. \quad (90)$$

Стандартное отклонение есть квадратный корень из дисперсии и определяется по формуле

$$s = \sqrt{\sigma}. \quad (91)$$

Стандартное отклонение наиболее часто используется для определения уровня риска и характеризует уровень колеблемости $i = x$ значений анализируемого фактора вокруг его среднего значения. В контексте измерения уровня риска это означает, что чем выше стандартное отклонение, тем более рискованный проект, и наоборот.

Пример: По имеющимся данным (табл. 36) выбрать наиболее привлекательный вариант инвестирования денежных средств в акции:

Таблица 36

Доходность акций за период с 1-го по 12-й год, %

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
A	17	18	18	20	19	21	18	20	19	20	22	23	?
B	17	14	19	25	24	20	15	20	19	24	25	28	?
C	17	17	18	18	18	17	19	18	19	19	20	20	?

Решение

Вначале рассчитаем частоту вероятности возникновения события. Например, доходность акции А в размере 17% за 10 лет имела место лишь 1 раз, частота возникновения события (F_{17}) равна 0,08 (1:12) и т.д.

Доходность акции А:

$$F_{17} = (1 : 12) = 0,08;$$

$$F_{18} = (3 : 12) = 0,25;$$

$$F_{19} = (2 : 12) = 0,17;$$

$$F_{20} = (3 : 12) = 0,25;$$

$$F_{21} = (1 : 12) = 0,08;$$

$$F_{22} = (1 : 12) = 0,08;$$

$$F_{23} = (1 : 12) = 0,08.$$

Затем рассчитаем среднее ожидаемое значение события (в нашем примере – среднюю доходность акции):

$$\begin{aligned} \kappa &= 17\% \times 0,08 + 18\% \times 0,25 + 19\% \times 0,17 + 20\% \times 0,25 + \\ &+ 21\% \times 0,08 + 22\% \times 0,08 + 23\% \times 0,08 = \\ &= 1,36 + 4,5 + 5 + 3,23 + 1,68 + 1,76 + 1,84 = 19,37\%. \end{aligned}$$

Рассчитаем дисперсию. Результаты расчетов сведем в табл. 37.

Таблица 37

Расчет дисперсии для А

R	F	K = R×F	R – k	$\sum(R - k)^2 \times F$
17	0,08	17×0,08 = 1,36	17 – 19,37 = –2,37	–2,37 ² ×0,08 = 0,449
18	0,25	18×0,25 = 4,5	18 – 19,37 = –1,37	–1,37 ² ×0,25 = 0,469
19	0,17	19×0,17 = 5,0	19 – 19,37 = –0,37	–0,37 ² ×0,17 = 0,023
20	0,25	20×0,25 = 3,23	20 – 19,37 = 0,63	0,63 ² ×0,25 = 0,099
21	0,08	21×0,08 = 1,68	21 – 19,37 = 1,63	1,63 ² ×0,25 = 0,213
22	0,08	22×0,08 = 1,76	22 – 19,37 = 2,63	2,63 ² ×0,08 = 0,553
23	0,08	23×0,08 = 1,84	23 – 19,37 = 3,63	3,63 ² ×0,08 = 1,054
Ср. ожидаемое значение = 19,37%				Дисперсия = 2,86

Зная величину дисперсии, можно определить стандартное (среднеквадратическое) отклонение (*S*) фактических данных от расчетных. Чем выше величина стандартного отклонения, тем выше риск прогнозируемого события. Сделаем расчет применительно к нашему примеру:

$$S = \sqrt{2,86} = 1,688.$$

Следовательно, наиболее вероятное отклонение доходности от ее средней величины за указанные в примере годы (19,37%) составит ±1,69%.

Аналогичные расчеты проведем для акции В.

Доходность акции В:

$$F_{14} = (1 : 12) = 0,08;$$

$$F_{15} = (1 : 12) = 0,08;$$

$$F_{17} = (1 : 12) = 0,08;$$

$$F_{19} = (2 : 12) = 0,17;$$

$$F_{20} = (2 : 12) = 0,17;$$

$$F_{24} = (2 : 12) = 0,17;$$

$$F_{25} = (2 : 12) = 0,17;$$

$$F_{28} = (1 : 12) = 0,08.$$

Рассчитаем среднее ожидаемое значение события:

$$\begin{aligned} \kappa &= 17\% \times 0,08 + 14\% \times 0,08 + 15\% \times 0,08 + 19\% \times 0,17 + \\ &+ 20\% \times 0,17 + 24\% \times 0,17 + 25\% \times 0,17 + 28\% \times 0,08 = \\ &= -1,36 + 1,12 + 3,23 + 3,4 + 1,2 + 4,08 + 4,25 + 2,24 = 20,88\%. \end{aligned}$$

По аналогии с расчетом по акции А проведем расчеты по акции В (предлагаем читателю сделать это самостоятельно, здесь приведем лишь результаты расчетов).

Результаты расчета по акции В.

Расчет дисперсии для акции В показал, что среднее ожидаемое значение = 20,88%, дисперсия = 17,087, тогда стандартное квадратичное отклонение равно

$$S = \sqrt{17,087} = 4,1336.$$

Следовательно, наиболее вероятное отклонение доходности от ее средней величины за указанные годы (20,88%) составит $\pm 4,13\%$.

Результаты расчетов по акции С.

Проведя аналогичные расчеты по акции С, выясним, что среднее ожидаемое событие равно 18,34%, стандартное квадратичное отклонение – 1,0315, наиболее вероятное отклонение доходности от ее средней величины за указанные годы (18,34%) составит $\pm 1,03\%$.

В применении среднеквадратичного отклонения для сравнения нам нужно быть осторожными, так как оно является всего лишь абсолютным критерием разброса результатов (риска) и не рассматривает риск во взаимосвязи с ожидаемым доходом.

Для сравнения ценных бумаг с ожидаемой доходностью менеджеры широко **используют коэффициент отклонения от номинала (изменения)**, определяемый делением среднеквадратичного отклонения доходности ценной бумаги на ее ожидаемую стоимость:

$$N = S : k.$$

Чем выше коэффициент, тем больший риск существует при приобретении этой ценной бумаги.

Сделаем расчеты для нашего примера:

Акция А:

$$k = 19,37, \quad S = 1,69\%, \quad N = 1,69 : 19,37 = 0,087.$$

Акция В:

$$k = 20,88, \quad S = 4,13\%, \quad N = 4,1 : 20,88 = 0,198.$$

Акция С:

$$k = 18,34, \quad S = 1,03, \quad N = 1,03 : 18,34 = 0,056.$$

Так как дисперсия – это величина, характеризующая степень разброса количественных измерений определенных участников статистической выборки (случайных величин) относительно среднего значения выборки, а S показывает наиболее вероятное отклонение дохода, можно сделать вывод по нашему расчету:

Акция В связана с более значительным риском; учитывая доход и риск, можно сделать вывод, что акция А является наиболее привлекательной для инвестирования.

До сих пор мы рассматривали индивидуальные активы отдельно друг от друга, затем сравнивали и делали выводы. На самом деле большинство инвесторов работают с портфелями активов.

Фондовый портфель (Portfolio) представляет собой разные виды акций, облигаций, других ценных бумаг, которыми владеет инвестор. Естественно, его интересует наибольшая доходность, которую можно получить, инвестируя свои денежные средства в ценные бумаги. Формирование инвестиционного портфеля позволяет не только определить тип актива, в который предположительно следует инвестировать деньги, но и методы инвестиционного анализа для определения конкретных бумаг, которые будут включены в портфель. Выбор оптимального портфеля ведется с учетом двух вариантов

ориентации: либо на первоочередное получение дивидендов и процентов, либо на прирост курсовой стоимости акций. При этом показатели доходности могут существовать в различных формах – прироста дивидендов или курсовой стоимости.

Существует несколько параметров, характеризующих фондовый портфель. Один из них – **вес портфеля**. Вес портфеля – это доля тех или иных ценных бумаг в общем портфеле.

Второй параметр – **ожидаемая доходность портфеля**. Ожидаемая доходность определяется на основе учета веса и доходности каждого вида ценных бумаг.

Пример: Имеем портфель из двух видов ценных бумаг (А, В), вес каждого вида активов одинаков (по 50%). Ожидаемая доходность ценных бумаг зависит от прогнозируемых изменений в экономике, на финансовом рынке. Предположим, что ожидаемые изменения повлияют на доходность каждого вида ценных бумаг следующим образом: доходность по А упадет на 20%, доходность по В вырастет на 30%. Рассчитаем доходность портфеля:

$$P = 0,5 \times (-20\%) + 0,5 \times (+30\%) = 5\%.$$

Процесс оценки риска при формировании и анализе инвестиционного портфеля имеет особенности. В наличии неожиданные влияния, которые и формируют непостоянство доходности и риска.

Инвестиционный риск делится на **систематический и несистематический**.

Систематический риск (Systematic risk) – это риск, который оказывает влияние на очень большое количество активов. Такой риск еще называется рыночным риском. Примеры систематических рисков: изменение ставки процента, инфляция.

Несистематический риск – риск, оказывающий влияние на отдельные активы, такой риск называется универсальным, или риском специфических активов. В качестве несистематического риска можно назвать какие-либо чрезвычайные события на конкретном предприятии (пожар, который уничтожил значительную часть активов). Явно, котировки такого предприятия упадут, ожидания выплат дивидендов сменятся на обратные.

Деление на систематический и несистематический риски имеет прямое отношение к доходности портфелей. Специалисты в области финансовых инвестиций говорят о законе систематического риска:

Ожидаемая доходность актива зависит только от систематического риска актива.

Другими словами, вознаграждение за принятие риска зависит только от систематического риска инвестиций и рынок не вознаграждает риски, происхождение которых не было неизбежным.

Для измерения систематического риска используется бета-коэффициент (β). Он показывает, насколько систематический риск отдельного актива соотносится с риском среднего (обезличенного) актива. По определению, средний актив имеет бета, равную единице. Актив, имеющий бету $= 0,5$, имеет половину среднего риска, ценная бумага с бетой $= 2$ имеет двойное значение среднего риска. Но помним, что доходность и риск имеют прямую зависимость, значит, вложения в более рискованные ценные бумаги может принести и большую доходность.

Поскольку мы ведем речь о фондовом портфеле, тогда нас интересует бета портфеля, а не отдельной ценной бумаги. Определить бету фондового портфеля просто, надо перемножить вес каждого актива с соответствующей бетой.

Пример: Предположим, что мы имеем следующий портфель (табл. 38).

Таблица 38

Состав портфеля ценных бумаг

Ценные бумаги	Стоимость бумаг, руб.	Вес каждого вида ценных бумаг	Ожидаемая доходность, %	Бета-коэффициент (β)
Акции А	1000	0,1	8	0,85
Акции В	2000	0,2	12	0,9
Акции С	3000	0,3	15	1,15
Акции Р	4000	0,4	20	1,45

Вопросы, на которые нам предстоит ответить:

1. Каков уровень риска данного портфеля по сравнению со средним?
2. Какова ожидаемая доходность портфеля?

$$(\beta) = 0,1 \times 0,85 + 0,2 \times 0,9 + 0,3 \times 1,15 + 0,4 \times 1,45 = 0,085 + 0,18 + 0,345 + 0,58 = 1,19.$$

Ожидаемая доходность портфеля:

$$P = 0,1 \times 8\% + 0,2 \times 12\% + 0,3 \times 15\% + 0,4 \times 20\% = 0,8\% + 2,4\% + 4,5\% + 8\% = 15,7\%.$$

Следовательно, наш портфель имеет ожидаемую доходность 15,7% и бету = 1,19. Поскольку бета больше единицы, то отмечаем, что риск данного портфеля выше среднего.

На практике существует два способа управления портфелем ценных бумаг: самостоятельный и трастовый. При первом способе выполнение всех функций по управлению портфелем осуществляет само предприятие, значит, у него должны быть специалисты, владеющие всеми методиками оценки и выбора рациональных решений по управлению портфелем. Второй способ – на основе договора доверительного управления ценные бумаги передаются управляющей компании, которая является специалистом в области работы с активами на фондовом рынке.

Риск портфеля зависит от того, в каком направлении и в какой степени меняются доходность входящих в него ценных бумаг при изменении конъюнктуры рынка.

Для определения взаимосвязи и направлений изменения доходности ценных бумаг используются **показатель ковариации и коэффициент корреляции**.

Показатель ковариации определяется по формуле

$$\text{COV} = [\sum(k_{x1} - k_2)] / n, \quad (92)$$

где k_1 – существующая норма доходности по ценным бумагам; k_2 – ожидаемая норма доходности по ценным бумагам; N – число наблюдений за доходностью ценных бумаг.

Положительное значение ковариации говорит о том, что доходность ценных бумаг изменяется в одном направлении, отрицательная – в обратном направлении, нулевое значение ковариации означает, что связи между доходностями активов нет.

Другой показатель взаимосвязи изменений доходности ценных бумаг – **коэффициент корреляции** – рассчитывается следующим образом:

$$r_{xy} = \text{COV} / (\sigma_x \times \sigma_y), \quad (93)$$

где σ_{xy} – стандартное отклонение доходности ценной бумаги.

Контрольные вопросы

1. Финансовые риски при проведении финансовых операций.
2. Система связи между доходностью и риском в финансовых операциях.
3. Способы оценки риска портфельных инвестиций.
4. Способ определения наиболее выгодного варианта инвестиций в акции компаний.
5. Расчет ожидаемого дохода портфеля ценных бумаг.

Глава 9

СОВРЕМЕННЫЕ ПОДХОДЫ К СОВЕРШЕНСТВОВАНИЮ СИСТЕМЫ ФИНАНСОВОГО УПРАВЛЕНИЯ НА ПРЕДПРИЯТИИ

Данная глава посвящена изучению самых современных технологий финансового управления предприятием, используемых в различной степени западными и российскими предприятиями.

Изучив данную главу, обучающийся должен:

Знать:

- бюджетирование как управленческую технологию;
- принципы, функции и элементы бюджетирования;
- подходы к разработке бюджетов;
- методологию построения бюджетов;
- схемы бюджетирования;
- сущность концепции системы сбалансированных показателей.

Понимать:

- назначение бюджетирования во взаимосвязи с главными целями предприятия;
- взаимосвязь стратегического и оперативного бюджетного планирования на основе использования системы сбалансированных показателей;
- взаимосвязь системы оценок и системы управления;
- синергический эффект объединения управления на основе системы сбалансированных показателей и бюджетирования.

Уметь:

- разрабатывать финансовую структуру предприятия;
- разрабатывать стратегические карты на основе системы сбалансированных показателей.

9.1. БЮДЖЕТИРОВАНИЕ КАК ИНСТРУМЕНТ ПОВЫШЕНИЯ ЭФФЕКТИВНОСТИ ФИНАНСОВОГО УПРАВЛЕНИЯ

Бюджетирование представляет собой управленческий инструмент распределения (планирования) ресурсов, охарактеризованных в денежных и натуральных показателях для достижения стратегических целей бизнеса. Бюджетирование также можно представить как процесс анализа ранее принятых решений (контроль), через который предприятие оценивает целесообразность фактического использования активов предприятия, «добротность и качество используемых источников».

Бюджетирование – процесс согласованного планирования и управления деятельностью организации с помощью бюджетов и экономических показателей, позволяющих определить вклад каждого подразделения и каждого менеджера в достижение общих целей. Термин «бюджет» появился в качестве широкоупотребимого в экономической литературе лишь в первой половине 1990-х годов, когда в России начали выходить переведенные с английского языка книги о бюджетировании в коммерческих организациях. Технология бюджетирования, в отличие от сметного планирования, подразумевает комплексный подход с учетом целей самого предприятия и маркетинговых возможностей для их достижения. К настоящему времени термин «бюджетирование» прижился и в специальной литературе (О. Волкова), и в практике работы российских организаций, пытающихся в новых экономических условиях буквально «с нуля» внедрить системы и процедуры планирования, соответствующие их целям и масштабам деятельности.

Интересы коммерческих фирм, прежде всего малых и средних, требуют совершенно иных подходов к планированию. Речь идет в первую очередь о преобладании финансовых показателей в планировании над натуральными, включении в систему планирования не только производственных, но и финансовых ресурсов, также свободно обращающихся на рынке, как и прочие ресурсы, и, наконец, о необходимости внутреннего планирования деятельности самостоятельных хозяйствующих субъектов с учетом их текущих и стратегических целей.

На современном этапе бюджетирование в российских компаниях применяется лишь для контроля отдельных показателей, т.е. исполь-

зуется как инструмент финансового планирования, а не как технология управления активами компании. Ограничение использования бюджетирования как технологии составления финансовых планов предприятия ведет к тому, что остальные стадии процесса управления: учет, анализ, контроль, корректировка и стимулирование – в основном не осуществляются.

Бюджетирование как управленческая технология включает в себя три составные части:

1. Технологию бюджетного управления, в которую входят инструментарий финансового планирования (виды и форматы бюджетов, система целевых показателей и нормативов), порядок консолидации бюджетов различных уровней управления и функционального назначения и т.п.

2. Организацию бюджетирования, включающую финансовую структуру компании (состав центров учета – структурных подразделений либо бизнесов предприятия или компании, являющихся объектами бюджетирования), бюджетный регламент и механизмы бюджетного контроля, распределение функций в аппарате управления в бюджетирования, систему внутренних нормативных документов.

3. Автоматизацию финансовых расчетов, предусматривающую составление финансовых прогнозов и постановку так называемого управленческого учета, в рамках которого можно в любое время получать информацию о ходе ранее принятых бюджетов, а также еще и по отдельным видам хозяйственной деятельности организации и ее структурным подразделениям.

Вряд ли можно рассчитывать на успех постановки бюджетирования, если из схемы выпадает хотя бы один составной элемент.

Основная сложность бюджетного процесса определяется тем, что принятие управленческих решений связано с будущими событиями и необходимостью прогнозирования. Неопределенность внешнего окружения может вызывать искушение утверждать о невозможности планирования. Однако здесь все как раз наоборот: если существует стабильное окружение, то не существует и потребности в планировании. Планирование в данном случае – простой перенос фактических данных в будущие периоды. Именно неопределенность диктует необходимость, сложность, но также важность планирования. Возможно, ошибки планирования – самые дорогостоящие из всех корпоративных.

С организационной точки зрения **бюджетное управление (бюджетирование)** – **оперативная система управления компанией по центрам ответственности через бюджеты, позволяющая достигать поставленных целей путем наиболее эффективного использования ресурсов.**

Это определение можно интерпретировать следующим образом: для управления компанией в финансовом разрезе создаются специфические структурные звенья – центры финансовой ответственности (ЦФО), взаимоувязанные в иерархическую систему – финансовую структуру, и им делегируются полномочия и обязанности по планированию и достижению финансовых показателей соответствующего им уровня. Такое делегирование происходит через систему внутренних финансовых документов предприятия – бюджетную структуру.

Бюджет представляет собой количественно детализированный план деятельности организации в целом и отдельных ее сегментов, направленный на достижение целей организации и выраженный в финансовых показателях. Основное назначение бюджетов – это поддержка решения трех управленческих задач:

- прогноз финансового состояния;
- сравнительный анализ запланированных и фактически полученных результатов;
- оценка и анализ выявленных отклонений.

В данном определении затронуты три основных аспекта бюджетирования (О. Волкова):

1. В первом речь идет о направленности бюджетов в будущее. Прошлые в системе планирования не имеют ценности, достигнутые результаты служат лишь ориентирами при формировании системы плановых показателей и базой для возможных сравнений.

2. Второй аспект касается детализации. Задача должна быть поставлена таким образом, чтобы была возможность определить ресурсы и усилия, которые потребуются для ее достижения. Кроме того, по истечении бюджетного периода необходимо определить, достигнута поставленная цель или нет.

3. Третий аспект касается контроля. Бюджеты не имеют ценности сами по себе, они ценны настолько, насколько способствуют достижению целей организации и позволяют соотнести фактически полученный результат с плановыми показателями и целями, определенными в стратегическом плане.

Бюджетный подход как технологию комплексного хозяйственного планирования отличает смысловая нацеленность на сбыт. Первый, исходный бюджет предприятия, – это бюджет продаж. Именно с него начинается бюджетный процесс. И в этом заключается огромное преимущество данной технологии планирования. Ведь в практике работы многих отечественных предприятий до сих пор доминирует производственный принцип, когда главным считается «произвести продукцию». Вопрос продажи продукции на таких предприятиях рассматривается как частная задача отдела сбыта. В противовес этой позиции бюджетный подход лучше соответствует рыночным взглядам на природу предприятия.

Действительно, если цель деятельности предприятия – извлечение прибыли, то смысл деятельности предприятия – удовлетворять потребности покупателей, заказчиков, клиентов, партнеров. Поэтому исполнение бюджета (плана) продаж соединяет цель деятельности предприятия со смыслом его существования. С одной стороны, реализация выпущенных предприятием товаров (работ, услуг) обеспечивает денежную выручку, что и является основой для получения прибыли (так достигается цель предприятия). С другой стороны, если покупатели приобрели выпущенный товар, то, следовательно, предприятие выполнило важную миссию – удовлетворило потребности покупателей (и тем самым оправдало смысл своего существования).

Следующий важный аспект бюджетирования – введение на основе бюджетов завершенных управленческих технологий. В этом смысле бюджетирование понимается уже не как технология планирования, но как инструмент управления хозяйственной деятельностью предприятия, в рамках которого выполняются функции планирования, учета, контроля, анализа и регулирования.

При составлении бюджетов преследуются следующие цели:

- разработка концепции ведения бизнеса;
- планирование финансово-хозяйственной деятельности предприятия на определенный период;
- оптимизация затрат и прибыли предприятия;
- координация – согласование деятельности различных подразделений предприятия;
- коммуникация – доведение планов до сведения руководителей разных уровней;

- мотивация руководителей на местах на достижение целей организации;
- контроль и оценка эффективности работы руководителей на местах путем сравнения фактических затрат с нормативом;
- выявление потребностей в денежных ресурсах и оптимизация финансовых потоков.

Менеджеры не всегда представляют стоимость своих решений. Бюджет содействует лучшему пониманию ими того, чего стоят определенные действия, нахождению общего языка при оценке предложенных проектов. В процессе составления бюджета менеджер имеет возможность сравнить затраты и выгоды альтернативных направлений действий. Сравнение фактических результатов с запланированными дает возможность определить эффективность и результативность деятельности (табл. 39).

Таблица 39

**Назначение бюджетирования во взаимосвязи
с некоторыми главными целями компании**

Главные финансовые цели	Наиболее вероятные значения показателей	Некоторые задачи бюджетирования компании
Быстрорастущий бизнес	Рост объема продаж в сопоставимых целях более чем на 20% в год	Контроль за дебиторской задолженностью. Определение обоснованности размеров и условий привлекаемых краткосрочных кредитов. Контроль за состоянием ликвидности компании
Высокорентабельный бизнес	Обеспечение нормы годовой чистой прибыли в размере 25%	Сравнительный анализ рентабельности (по норме чистой прибыли) отдельных видов бизнесов (продуктов, проектов). Установление лимитов затрат и норм расходов с целью их последующего сокращения. Определение оптимального соотношения «цена – объем продаж»
Быстрорастущая стоимость компании	Увеличение стоимости акционерного капитала на 100% в год	Контроль за доходностью общих активов компании. Сравнительный анализ динамики массы нераспределенной прибыли по видам бизнесов

Внедрение системы бюджетирования позволит компании (А. Гершун, М. Фурсева):

- планировать деятельность с целью получения определенного финансового результата;
- четко определить цели и установить измеримые контрольные показатели деятельности;
- направить деятельность всех подразделений на достижение целевого финансового результата;
- определить и распределить ресурсы для достижения поставленных целей;
- улучшить информационный обмен и взаимодействие подразделений предприятия между собой;
- оптимизировать финансовые потоки, заранее определив критические периоды в деятельности компании и необходимость внешнего финансирования;
- обнаруживать «узкие места» в управлении и вовремя принимать управленческие решения;
- использовать анализ отклонений план/факт для корректировки деятельности путем принятия необходимых управленческих решений;
- проводить сценарный анализ: «Что будет, если?»;
- определить систему контроля за результатами деятельности;
- корректировать цели в соответствии с изменившимися условиями бизнеса.

Основные цели бюджетирования систематизированы на рис. 23.



Рис. 23. Основные цели бюджетирования

Построение логической структуры бюджета – первая и самая главная задача, которую необходимо выполнить для успешного внедрения системы бюджетирования. Прежде всего, стоит с особой тщательностью изучить процесс взаимодействия между различными подразделениями предприятия и, соответственно, рассмотреть проекции таких операций на архитектуру бюджетной системы. Несмотря на то, что бюджетирование как технология имеет достаточно почтенный возраст, оно до сих пор не потеряло своей актуальности и используется практически всеми компаниями (особенно в странах с устоявшейся рыночной экономикой). Так, по данным исследования, проведенного компанией KPMG в 2004 г., 95% опрошенных компаний используют в своей деятельности бюджетирование (А.П. Дугельный).

9.2. ПРИНЦИПЫ И ЭЛЕМЕНТЫ БЮДЖЕТИРОВАНИЯ

Выделяется семь основных принципов построения полноценной системы бюджетного управления (А. Кочнев). Рассмотрим каждый из них подробнее.

1. Бюджетирование – это инструмент достижения целей компании.

Прежде чем разрабатывать план, нужно определить цели. Планирование без целеполагания – довольно бессмысленное дело. Цели формируются на стратегическом уровне корпоративного управления. Таким образом, бюджетирование является инструментом выполнения стратегии предприятия. С помощью этой технологии обеспечивается неразрывная связь стратегических целей с планами, направленными на их достижение и обеспечивающими реализацию планов оперативными процессами. Именно бюджетирование приводит стратегию в действие.

2. Бюджетирование – это управление бизнесом.

Основой постановки бюджетирования является финансовая структура. Она должна отражать, прежде всего, структуру бизнеса и видов деятельности, которыми занимается предприятие. Если предприятие ведет несколько бизнесов, являющихся относительно само-

стоятельными источниками прибыли, то каждый бизнес должен иметь собственные бюджеты. Это необходимо для того, чтобы правильно оценить результаты деятельности по каждому направлению, обеспечить эффективное управление каждым из них.

3. Бюджетирование – это управление на основе сбалансированных финансовых показателей.

Прежде чем приступать к разработке бюджетов, необходимо определить, на какие финансовые показатели ориентируется руководство предприятия, какие индикаторы принимаются в качестве критериев успеха деятельности компании на период планирования. Эти показатели должны быть связаны со стратегическими целями и определены предельно конкретно. Этот выбор определяет приоритеты для руководителей компании и менеджеров всех уровней.

Кроме того, финансовые показатели должны быть сбалансированы, поскольку улучшение одного показателя часто ведет к ухудшению другого. И, наконец, показатели должны представлять систему, охватывающую все элементы финансовой структуры. Сбалансированная система целевых финансовых показателей и ограничений составляет «архитектуру» системы бюджетирования, в соответствии с которой разрабатываются бюджеты.

4. Бюджетирование – это управление с помощью бюджетов.

Главными инструментами технологии бюджетного управления являются три основных бюджета:

- бюджет движения денежных средств, предназначенный для управления ликвидностью;
- бюджет доходов и расходов, помогающий управлять операционной эффективностью;
- прогнозный баланс, необходимый для управления стоимостью активов компании.

Основные бюджеты составляются не только для компании в целом, но и для каждой бизнес-единицы (центра прибыли) и представляют только «вершину айсберга» бюджетной системы, в которую входит множество взаимосвязанных операционных и вспомогательных бюджетов.

5. Бюджетирование охватывает полный контур управления.

Любой управленческий процесс представляет собой замкнутый контур, включающий этапы планирования, контроля, анализа и ре-

гулирования. По результатам последнего этапа могут приниматься решения о перераспределении ресурсов, корректировке планов, поощрении отличившихся, наказании виновных и т.д.

Тем не менее в процессе бюджетирования нередко выделяется только функция планирования. Очевидно, что если план не «работает» как инструмент контроля и анализа достигнутых результатов, не служит основой для построения системы мотивации менеджеров и сотрудников, его значение обесценивается.

6. Бюджетирование охватывает все уровни управления.

Одним из важных признаков эффективной системы бюджетирования является ее тотальное распространение на все уровни организационной структуры. Вовлечение в процесс бюджетирования каждого сотрудника, отвечающего за ту или иную строку бюджета, позволяет решить несколько важных задач:

- Снижение сложности процесса бюджетирования путем его децентрализации (чрезмерно централизованный бюджет сложно разрабатывать, корректировать и отслеживать его исполнение).
- Повышение ответственности конкретных исполнителей путем делегирования им полномочий и ответственности за выполнение определенных показателей бюджета.
- Построение эффективной системы мотивации, связанной с финансовыми планами компании.
- Важно понимать, что бюджетирование – процесс планирования, в котором участвуют менеджеры всех уровней управления. Последовательное согласование планов на всех уровнях организации сходно с процессом заключения договора между руководителями компании о достижении согласованного результата. Поэтому бюджет можно определить как договор между участниками финансового управления о согласованных действиях, направленных на достижение целей компании.

7. Бюджетирование осуществляется на регулярной основе.

Бюджетирование, как всякий управленческий процесс, должно осуществляться непрерывно. Утвержденный план – это только основа для продолжения работы по планированию. Вполне справедливым является наблюдение, что всякий план устаревает в момент его утверждения. Причина этого в постоянном изменении условий и параметров, которые послужили основой для подготовки планов. Меняются также понимание и оценка ситуации и возникает постоянная потребность вносить коррективы в разработанные планы.

Подводя итог, можно дать определение бюджетного управления, резюмирующее рассмотренные выше положения.

Бюджетирование – это технология управления бизнесом на всех уровнях компании, обеспечивающая достижение ее стратегических целей с помощью бюджетов, на основе сбалансированных финансовых показателей.

Для обеспечения эффективного внутрифирменного планирования используется ряд элементов (Е. Минина).

- Бюджеты.
- Нормирование.
- Выделение ЦФО (центра финансовой ответственности).
- Подходы к разработке бюджетов.
- Сценарный анализ.
- Анализ экономической эффективности.
- Анализ отклонений.

Рассмотрим подробно каждый элемент:

Бюджеты. Бюджет – это гибкая форма аккумуляции информации о планируемых или произведенных финансовых операциях. Поэтому бюджет может быть назван инструментом планирования.

По определению Института дипломированных управляющих бухгалтеров по управленческому учету (США), бюджет – это «количественный план в денежном выражении, подготовленный и принятый до определенного периода, обычно показывающий планируемую величину дохода, которая должна быть достигнута, и/или расходы, которые должны быть понижены в течение этого периода, и капитал, который необходимо привлечь для достижения цели».

Рекомендуется составлять бюджет на три года вперед с разбивкой в первый год по месяцам.

Детализированные бюджеты чаще всего составляются на ограниченный период, обычно не более чем на год, с подразделением на более короткие периоды: кварталы, месяцы.

Бюджет может иметь бесконечное количество видов и форм. Его структура зависит от того, что является предметом составления бюджета, размера организации, степени, в которой процесс формирования бюджета интегрирован с финансовой структурой организации, квалификации и опыта разработчиков. Бюджет не имеет стандартизированных форм, которые следует соблюдать.

Нормирование. Нормы и нормативы принимаются в качестве исходных величин для разработки всей системы плановых показателей предприятия. С их помощью регулируется, планируется и контролируется вся производственно-хозяйственная деятельность, ведется бухгалтерский учет.

Норма – это максимально допустимая плановая величина абсолютного расхода средств производства и живого труда на единицу продукции или на выполнение определенного объема работ (например, норма расхода металла показывает, сколько килограммов металла должно расходоваться на одно изделие).

Норматив – это плановый показатель, характеризующий поэлементные составляющие норм расхода сырья, материалов, топлива, энергии, затрат труда и степень их эффективного использования (например, расход заработной платы на рубль готовой продукции, плановый коэффициент использования металла).

Назначение целевых показателей состоит, во-первых, в определении конкретных финансовых целей и соответствующих им нормативных результатов финансовой деятельности структурных подразделений; во-вторых, в предоставлении руководству компании возможности осуществлять контроль за изменением финансового состояния предприятия и проведения периодических корректировок.

Нужно всегда помнить о различиях между планированием и нормированием. Планируются целевые показатели, т.е. те позиции, которые устанавливаются на усмотрение руководителей компании исходя из стратегии, общих финансовых и нефинансовых целей преимущественно в абсолютных величинах (например, лимиты по видам затрат). Нормируются показатели, которые устанавливаются расчетным путем исходя из целевых нормативов, когда нужно знать, при каких значениях отдельных показателей бюджетов могут быть достигнуты целевые показатели (преимущественно в относительных показателях). К числу последних могут быть отнесены: объем продаж, размеры и норма чистой прибыли, размеры конечного сальдо, активов, сумма накладных расходов и т.п. Нормативами могут быть доля прямых затрат в объеме продаж, доля расходов на реализацию в объеме продаж, доля дебиторской задолженности в объеме продаж и т.п.

Целевые показатели могут быть абсолютными (объем продаж, масса чистой или валовой прибыли, лимиты затрат и др.) и относительными, или целевыми нормативами (норма чистой или валовой

прибыли, нормативы условно-переменных затрат и др.). Показатели могут быть также директивными (не подлежащими изменению в течение бюджетного периода) и корректируемыми (которые подлежат периодическому пересмотру в течение данного бюджетного периода для достижения директивных показателей). К числу директивных показателей могут быть отнесены норма и масса чистой прибыли, лимиты общеорганизационных расходов. Для обеспечения целевого уровня этих показателей может потребоваться корректировка (экономия) внутри того же бюджетного периода каких-либо статей условно-постоянных затрат, например накладных расходов.

Вопрос о выделении ЦФО подробно рассмотрен ниже.

Подходы к разработке бюджетов. На предприятии для каждого центра ответственности составляется отдельный бюджет, при этом используется особый подход, уместный именно для рассматриваемого центра.

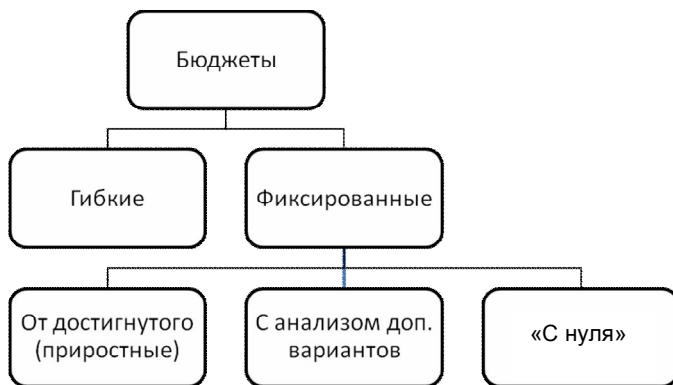


Рис. 24. Подходы к разработке бюджетов

Существуют различные подходы к разработке бюджетов (рис. 24):

Гибкий бюджет показывает размеры затрат и результаты при различном объеме деятельности соответствующего центра ответственности. В зависимости от объема деятельности переменные и смешанные затраты меняются, а постоянные остаются неизменными. Поэтому в гибком бюджете указываются ставка переменных затрат на единицу продукции и прирост смешанных затрат на единицу прироста объема продукции. Эта ставка есть норма, умноженная на

цену. Постоянные затраты выделяются отдельно. С помощью формулы, связывающей затраты и объем производства, можно разрабатывать сметы и планы для различных уровней деловой активности. По принципу гибкого бюджета планируют выручку, затраты на основные материалы, сдельную зарплату и др.

Фиксированный бюджет не меняется в зависимости от изменения уровня деловой активности, поэтому его используют для планирования частично регулируемых затрат, которые не зависят непосредственно от объема выпуска и для которых взаимосвязь «вход – выход» носит не столь явный характер. Фиксированные бюджеты используют прежде всего для центров частично регулируемых затрат, а также для других видов центров ответственности. Примером фиксированных бюджетов может служить план затрат на НИОКР, рекламу и др.

Выделяют следующие разновидности фиксированных бюджетов:

- Бюджеты «от достигнутого» составляют на основании статистики прошлых периодов с учетом возможного изменения условий деятельности предприятия (поэтому их иногда называют приростными). Например, общехозяйственные затраты обычно планируют «от достигнутого».

- Бюджеты с проработкой дополнительных вариантов отличаются от обычных приростных бюджетов анализом различных вариантов. Например, такой бюджет может содержать варианты, при которых сумма затрат сокращается или увеличивается на 5, 10, 20%. Этот подход является промежуточным между бюджетом «от достигнутого» и бюджетом «с нуля».

- Бюджеты «с нуля» разрабатывают исходя из предположения о том, что для данного центра ответственности бюджет составляется впервые. Это избавляет от груза прошлых ошибок.

Анализ экономической эффективности и отклонений. Анализ финансового положения предприятия – неотъемлемая составляющая процесса планирования. В конечном счете такой анализ должен позволить прогнозирование возможных финансовых результатов, исходя из реальных условий хозяйственной деятельности в планируемом периоде. В процессе финансового анализа исследуются:

- наличие, состав и структура средств предприятия, причины и последствия их изменения; наличие, состав и структура источников средств предприятия, причины и последствия их изменения;

- состояние, структура и динамика изменения долгосрочных активов;
- дебиторская задолженность;
- эффективность использования средств.

Бюджеты могут быть:

- недостижимыми, если недостижимы поставленные цели;
- неприемлемыми, если условия достижимости целей не выгодны для предприятия.

Для оценки достижимости и приемлемости бюджетов применяются инструменты финансового анализа и диагностики. С их помощью оценивается эффективность предлагаемых к принятию бюджетов (Е. Минина).

Точность реализации целевых установок плана зависит от эффективности контроля за его выполнением. Анализ отклонений способствует своевременному принятию необходимых решений. Сравнение фактических и плановых показателей позволит:

- определить причины несоответствия фактических результатов запланированным;
- проанализировать факторы, влияющие на эффективность хозяйственной деятельности;
- предвидеть развитие ситуации;
- принимать оперативные решения по устранению негативных тенденций и укреплению позиций компании.

Таким образом, **современное планирование и управление, основанное на системе бюджетирования, представляет собой целенаправленные, последовательные, а также ограниченные определенными принципами и инструментами действия, позволяющие разрабатывать сбалансированные и оптимальные планы развития предприятия, увязанные на конечные цели его существования.** При этом необходимо обеспечить не только интересы собственников хозяйствующего субъекта, но и государства, а также партнеров, заинтересованных в долгосрочном сотрудничестве с предприятием.

9.3. ФУНКЦИИ БЮДЖЕТИРОВАНИЯ

Следует выделить несколько функций бюджетирования (О.Н. Волкова).

1. Бюджеты служат инструментом текущего (краткосрочного) планирования. Бюджет указывает пути использования ресурсов с учетом имеющихся в данный момент и ожидаемых в ближайшем будущем рыночных возможностей и оптимальной эффективности.

В процессе разработки бюджетов руководители, ответственные за этот процесс, должны предусмотреть возможные проблемы и пути их разрешения. Если, например, в определенные моменты бюджетного периода возможны перебои с поставками сырья или сезонное увеличение его потребления, можно разработать ряд превентивных мер, чтобы избежать дефицита: подыскать дополнительных поставщиков или создать резерв оборотных средств. Поскольку бюджетирование касается будущего, мы никогда не знаем точно, какой вариант развития ситуации осуществится на самом деле. Однако опыт показывает, что бюджеты зачастую играют роль сбывающегося прогноза – прогноза, который сбывается только потому, что организация поставила своей целью его выполнение.

Планирование, осуществляемое экспертами, носит во многом субъективный характер. Бюджет, в жестких рамках которого опыт и знания менеджеров превращаются в прогноз, сводит подобного рода субъективизм к минимуму.

2. Бюджеты служат средством контроля и оценки результативности деятельности. Финансовый контроль и оценка результативности деятельности организации основываются на сравнении фактически достигнутых и плановых показателей – контроль с обратной связью, а также плановых показателей с целями организации – контроль с прямой связью. Бюджет позволяет проконтролировать воздействие множества факторов, влияющих на конечный результат. Постоянный текущий мониторинг выполнения бюджетов позволяет наиболее оперативно реагировать на изменение ситуации и принимать меры для ее нормализации. К сожалению, хотя бюджетный контроль позволяет определить проблемные области и сигнализирует, что следует что-то делать, но ни контрольные процедуры, ни сама система бюджетирования не отвечают на вопросы, что и как де-

лать в создавшейся ситуации. Реакция на «контрольный звонок» остается исключительно делом менеджеров.

3. Бюджеты дают критерии оценки работы менеджеров. Различные составляющие бюджета определяют сферу ответственности менеджеров. Степень выполнения бюджета, входящего в сферу ответственности линейного руководителя, часто становится основой для оценки деятельности самого менеджера, а также системы материального стимулирования сотрудников подразделения. И хотя не все отклонения в выполнении бюджетов зависят от линейного руководителя, чью сферу ответственности покрывает данный бюджет, трудно придумать систему, которая лучше оценивала бы вклад этого менеджера в достижение целей организации. Почти все организации, внедрившие систему бюджетов, используют ее для целей оценки работы руководителей подразделений.

4. Бюджеты служат средством мотивации. Известно, что люди выполняют свою работу лучше, если знают, что эта работа будет проверена. Кроме того, большинство людей с гораздо большим энтузиазмом будут стремиться к достижению цели, если эта цель четко определена и количественно детализирована, чем в случае, когда их работа не имеет выраженной цели. Поэтому бюджеты, несущие в себе цели и ориентиры деятельности организации и ее отдельных частей, играют серьезную мотивационную роль, стимулируя сотрудников и руководителей к достижению поставленных целей.

Однако мотивационный эффект имеет обратную сторону. Если руководство использует систему бюджетирования в качестве средства принуждения сотрудников, преследуя тех, кто не выполняет плановые задания, это может создать в коллективе нервную атмосферу, отнюдь не способствующую продуктивной деятельности и достижению целей организации.

Принципиальным моментом является то, что планы должны быть выполнимы.

5. Бюджеты формируют коммуникационную среду. Сотрудники должны знать, чего от них ожидает руководство. Если все планы и ориентиры являются секретом для сотрудников организации, эти планы теряют часть своего смысла. Планы и отчеты о результатах их выполнения служат для распространения среди сотрудников сведений о производственно-финансовых аспектах деятельности организации. Коммуникационная роль бюджетирования будет осо-

бенно эффективна, если построить эту систему в виде комбинации восходящих и нисходящих потоков информации. Восходящий информационный поток – передача сведений от низовых организационных звеньев и линейных руководителей к руководителям и специалистам более высокого уровня (это, например, детальные оценки ресурсов, нормативы, результаты инвентаризаций и т.п.). Нисходящие потоки – это, например, утвержденные функциональные бюджеты, которые сообщаются соответствующим подразделениям в качестве плановых заданий, и периодические обзоры о степени их выполнения, которые готовят экономисты-аналитики и руководители организации.

6. Система бюджетирования способствует поддержанию и усилению координации между подразделениями. Координация между подразделениями (сегментами, филиалами) организации является жизненно важной, особенно для больших, разветвленных структурно или географически компаний, в которых руководители подразделений обладают значительной самостоятельностью в принятии решений. Однако независимо от особенностей деятельности организации особенно важна координация между производственными и сбытовыми подразделениями, поскольку рассогласование между ними может привести к весьма негативным финансовым последствиям. Например, если продукция производится без учета возможности ее сбыта, происходит затоваривание склада и омертвление оборотных средств в неликвидных запасах. Если же, наоборот, обязательства по поставкам превышают возможности производства, происходит «вымывание» оборотных средств либо растет риск невыполнения контрактных обязательств и, соответственно, предъявления штрафных санкций. Только согласованная деятельность всех центров бюджетной ответственности позволяет организации достичь своей главной цели – увеличение благосостояния всех участников деятельности. Таким образом, путем координации система бюджетирования призвана обеспечить сонаправленность целей отдельных сегментов организации и организации как целого.

7. Бюджетирование является средством обучения менеджеров. Разработка и согласование бюджетов способствуют не только детальному изучению руководителями особенностей деятельности собственного подразделения, но и осознанию ими связей своих показателей с показателями работы других центров ответственности.

9.4. РАЗРАБОТКА ФИНАНСОВОЙ СТРУКТУРЫ ПРЕДПРИЯТИЯ

Проектирование финансовой структуры компании – второй шаг, который необходимо выполнить при разработке методологии бюджетного управления. Прежде чем выделять ЦФО, необходимо определить места возникновения затрат и дохода, а уже затем соотнести их с существующей организационной структурой компании и территориальным распределением бизнес-единиц. Финансовая структура является лишь одним из разрезов управленческой структуры компании. Поэтому и привязывать ее жестко к организационной структуре не всегда правильно. Важно помнить цель построения финансовой структуры – распределение ответственности за достижение финансового результата (А.В. Миславский).

При всем многообразии вариантов классификации можно выделить три основные группы структурных подразделений – объектов бюджетирования, различающихся технологией и организацией бюджетного процесса (В.Е. Хруцкий):

- места возникновения затрат (МВЗ);
- центры финансового учета (ЦФУ);
- центры финансовой ответственности (ЦФО).

Места возникновения затрат. МВЗ не несут ответственности за доходы, а отвечают только за регулируемые или контролируемые затраты, т.е. только за те издержки, на уровень которых руководители МВЗ могут реально повлиять.

При выделении МВЗ в первую очередь предстоит определить набор регулируемых затрат, а затем подобрать систему контрольных показателей. Это могут быть нормы (для условно-переменных) и лимиты (для условно-постоянных) регулируемых затрат. Наличие разницы между контрольными финансовыми показателями МВЗ и аналогичными параметрами любого структурного подразделения дает возможность руководителю МВЗ реально управлять затратами на базе этих показателей. При необходимости среди контрольных показателей может быть и такой параметр, как резерв руководителя МВЗ на непредвиденные нужды.

Примеры МВЗ:

- функциональные и штабные службы предприятий и фирм (бухгалтерия, планово-экономические службы, отделы кадров, другие подразделения заводууправлений и центральных офисов фирм);

- цехи и структурные подразделения, являющиеся частью технологических переделов; основные и вспомогательные цехи.

Центры финансового учета. Центры финансового учета (ЦФУ) несут ответственность за доходы, т.е. имеют возможность контролировать и влиять на доходы. Объем продаж или объем выпуска зависят от руководителей ЦФУ. Не каждый выпускающий цех может реально влиять на объем производства своей продукции, не может произвольно увеличивать или снижать его. Но не только возможность влиять на доходы характеризует ЦФУ. Например, объем продаж (производства) для ЦФУ может устанавливаться сверху, но управление затратами осуществляют руководители ЦФУ самостоятельно с целью получения планового показателя прибыли или убытка. Таким образом, к ЦФУ могут быть отнесены любые центры доходов и расходов – как центры прибыли, так и центры убытков.

Степень децентрализации в ЦФУ больше, чем в МВЗ. Для ЦФУ главным контрольным показателем является прибыль (убыток), т.е. баланс доходов и расходов. Контроль этих затрат может осуществляться самими ЦФУ. Тем не менее могут быть затраты, нормы и лимиты, которые ЦФУ превышать не должен. Речь идет о дефицитных ресурсах.

Примеры ЦФУ:

- основные производства, участвующие в единых технологических цепочках, на предприятиях с последовательным или непрерывным технологическим циклом;
- сборочные цехи, имеющие возможность самостоятельно контролировать дополнительные доходы;
- сбытовые службы и подразделения.

Центры финансовой ответственности (ЦФО) – это структурные подразделения предприятий, осуществляющие определенный набор хозяйственных операций, способные оказывать непосредственное воздействие на те или иные финансовые показатели этих операций (А.П. Дугельный). По этой причине ЦФО ответственны за уровень данных подконтрольных показателей.

Центры финансовой ответственности (ЦФО) несут ответственность за все финансовые результаты, за все доходы и расходы. Как правило, они имеют полную бюджетную схему, т.е. составляют все виды основных бюджетов, принятых в компании. Система контрольных показателей ЦФО та же самая, что и для компании в це-

лом. А поскольку в бюджетировании у каждой компании в соответствии с условиями ведения ее бизнеса может быть свой собственный единственный и неповторимый набор целевых финансовых параметров, то и каждый ЦФО будет иметь нечто подобное с поправкой на отдельный вид бизнеса. Но в целом с помощью ЦФО компания должна иметь возможность непосредственно оценивать финансовую результативность и сравнительную привлекательность каждого бизнеса. Иначе говоря, руководители компании должны видеть ее в разрезе каждого бизнеса.

ЦФО несет ответственность за движение денежных средств. Такая ответственность предполагает, что руководители ЦФО должны иметь возможность самостоятельно в пределах своих бюджетных полномочий распоряжаться денежными средствами, поступающими от контролируемого данным ЦФО бизнесом: право самостоятельно принимать решения по урегулированию дебиторской задолженности со своими потребителями и режиму расчета с поставщиками (самостоятельно регулировать кредиторскую задолженность), а главное – обосновывать размеры и условия привлечения внешнего финансирования (кредитов, займов, инвестиций) для своего бизнеса (под ЦФО).

В качестве ЦФО не обязательно могут выступать только юридические лица или обособленные структурные подразделения (филиалы) компании, имеющие собственные расчетные счета (В.Е. Хруцкий). ЦФО может быть выделено внутри одного юридического лица, в рамках одного расчетного счета (даже без выделения субсчетов). Главное для ЦФО – наличие бюджетных полномочий по движению денежных средств.

Критериями выделения структурных подразделений в ЦФО могут быть:

- 1) региональная и (или) продуктовая и (или) сегментная изолированность хозяйственной деятельности структурных подразделений: филиал, выпускающий цех, магазин, сбытовое подразделение и т.п.;
- 2) достижение бизнес-единицей определенного объема реализации и услуг продукции;
- 3) способность структурного подразделения самостоятельно работать на рынке (обеспечивать движение своей продукции или услуг к конечному потребителю);

4) возможность нести полную ответственность за доходы, расходы и траты, за денежные потоки от реализации своей продукции и от оказания услуг.

Примеры ЦФО:

- дочерние фирмы холдингов;
- обособленные подразделения, представительства и филиалы крупных компаний;
- крупные выпускающие цехи производственных объединений;
- вспомогательные цехи производственных объединений, имеющих возможность самостоятельного ведения бизнеса за пределами основной компании;
- регионально и (или) технологически обособленные виды деятельности многопрофильных компаний.

На практике чаще финансовая структура предприятия строится с использованием ЦФО, поэтому необходимо подробнее остановиться на данном виде подразделений.

В зависимости от того, что именно с финансовой точки зрения несет предприятию тот или иной центр и за что именно он отвечает, выделяется пять основных типов ЦФО:

- центры инвестиций;
- центры прибыли;
- центры маржинального дохода;
- центры дохода;
- центры затрат.

Центры затрат образуют подразделения, которые для выполнения своих функциональных обязанностей потребляют различные ресурсы и таким образом влияют на затраты. Соответственно, они отвечают за их величину. Примером центров затрат являются различные производственные подразделения и функциональные службы (цех, склад, бухгалтерия, реклама, охрана).

Центры дохода отвечают за доход, который они приносят фирме в ходе своей деятельности. Для того чтобы нести ответственность за доход, подразделение должно иметь возможность влиять на его уровень. Поэтому центром дохода может выступать подразделение компании, занимающееся реализацией готовой продукции, товаров и услуг, т.е. функционально предназначенное для получения дохода (отдел продаж, склад-магазин, оптовая база, сеть агентов, фирменных магазинов и т.д.).

Центры маржинального дохода несут ответственность за величину получаемого маржинального дохода (другие названия: маржинальная прибыль, брутто-прибыль, чистый доход, наценка). Создаются на тех предприятиях, где есть достаточно сложные по своей структуре и, главное, деятельности подразделения, являющиеся по сути бизнес-направлениями. Такие подразделения осуществляют не одно производство (как центры затрат) и не одну торговлю (как центры дохода), а полный или почти полный цикл производства и реализации продукции определенной номенклатуры. Тем самым они контролируют доходы и расходы своего направления и могут отвечать за эффективность своей деятельности в целом. Мерой эффективности служат уже не доходы и затраты направления, каждые по отдельности, а разница между ними.

Центры прибыли отвечают перед руководством за сумму полученной прибыли. Они, как и центры маржинального дохода, контролируют и доходную, и расходную сторону своей деятельности. Но речь идет уже о доходах и затратах не отдельного направления, а всего предприятия в целом. Соответственно, центром прибыли выступает самостоятельное предприятие – как взятое обособленно, так и в составе многоуровневой структуры, например холдинга.

Центры инвестиций являются вершиной всей финансовой структуры. Они имеют право управлять не только оборотным капиталом, т.е. отвечать за объем заработанной прибыли (как предыдущие 4 типа центров), но и внеоборотными активами (основными средствами и нематериальными активами), например: построить новый цех, поменять устаревшее оборудование, приобрести новое программное обеспечение, а в больших масштабах – купить или продать бизнес и т.д. Это означает, что центр может осуществлять инвестиции и дезинвестиции. В этом случае центр инвестиций обязан обеспечить эффективное использование этих инвестиций, что предполагает ответственность за рентабельность всех активов компании. Как можно понять, под инвестициями в данном случае понимается не совокупность проектов долгосрочных вложений, а весь инвестированный в предприятие капитал. Центр инвестиций – это, как правило, предприятие – либо самостоятельное, либо в составе многоуровневой структуры. Однако на практике центром инвестиций может быть и подразделение в составе предприятия, например региональный филиал, который сам определяет, каким составом основных средств он собирается оперировать, выполняя свою хозяйственную деятельность.

Совокупность взаимоувязанных и соподчиненных центров ответственности представляет собой **финансовую структуру компании**, которая основана на организационно-функциональной структуре, но не всегда с ней совпадает. Несколько подразделений компании могут быть определены как один ЦФО (например, службы аппарата управления могут быть определены как центр затрат во главе с руководителем компании), в то же время несколько ЦФО могут быть выделены в рамках одного структурного подразделения (например, в рамках торгового дома могут быть выделены отдельно центр доходов оптовой торговли и центр доходов внешнеэкономической деятельности).

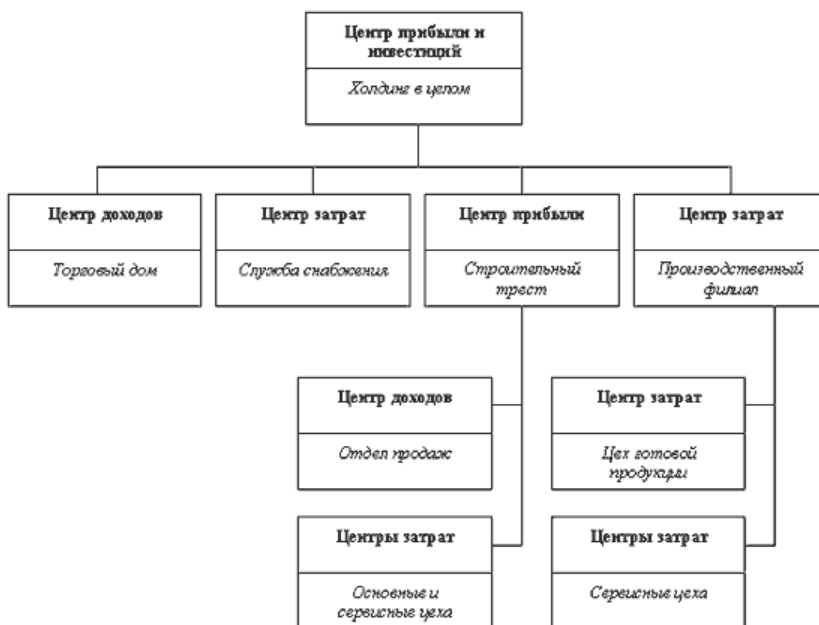


Рис. 25. Слобноподчиненная структура ЦФО

Таким образом, выстраивается иерархия центров финансовой ответственности, определяющая финансовую структуру компании (рис. 25). Сформированный набор центров ответственности и их иерархия закрепляются Положением о финансовой структуре компании – внутренним регламентным документом, который включает

в себя описание типов ЦФО, их состав и иерархию, полномочия руководителей, порядок исчисления (планирования и учета) финансовых результатов деятельности на основе применения системы ключевых показателей. Этот документ разрабатывается финансовым директором (либо подразделением, подотчетным ему) и утверждается генеральным директором компании. Руководители структурных подразделений наделяются правом вносить предложения по изменению и дополнениям в данный документ.

Тип финансовой структуры компании, ее состав и необходимость выделения определяются руководителями компании исходя из целесообразности и той степени децентрализации в управлении, на которую они готовы пойти в данный период. Кроме того, выбор типа финансовой структуры зависит от того, какие формы и методы контроля (экономические, административные) руководители компании считают целесообразным применять в отношении структурных подразделений, ответственных за источники доходов и расходов.

9.5. СТРУКТУРА БЮДЖЕТОВ И МЕТОДОЛОГИЯ ИХ ПОСТРОЕНИЯ

В основе бюджетирования лежит общий бюджет, который представляет собой скоординированный по всем подразделениям или функциям план работы для компании в целом.

Количество и детализация бюджетов определяются потребностями управления.

Как правило, бюджеты разделяются на операционные и финансовые. Первые основываются на процессах, связанных с текущей деятельностью предприятия (бюджеты продаж, закупок, затрат, бюджеты управленческих расходов и т.п.). Вторые – на иницируемых этой деятельностью денежных потоках и движении активов предприятия (бюджет движения денежных средств, прогнозный баланс). Инвестиционную деятельность чаще всего рассматривают отдельно и поэтому отражают в выделенном для этих целей бюджете инвестиций. В нем, как правило, отражаются существенные инвестиционные проекты и приобретение основных средств, а также ввод в эксплуатацию основных средств, созданныххозспособом. При этом в бюджетах закупок, затрат могут оставаться закупки материальных ресурсов, показываться затраты, связанные с созданием

основных средств собственными силами предприятия. Поскольку любой бюджет – это план, операционные бюджеты – это планы различных аспектов хозяйственной деятельности (производственной, сбытовой, снабженческой), а финансовые – финансовой деятельности.

Например, для производственных предприятий стандартный предлагаемый набор бюджетов выглядит примерно таким образом (А.М. Гершун):

1. Операционный бюджет:

- бюджет продаж;
- производственный бюджет;
- бюджет производственных запасов;
- бюджет закупок (прямых затрат на материалы);
- бюджет общепроизводственных расходов;
- бюджет трудовых затрат;
- бюджет коммерческих расходов;
- бюджет общих и административных расходов;
- прогнозный отчет о прибылях и убытках.

2. Финансовый бюджет:

- бюджет капитальных затрат (инвестиционный бюджет);
- бюджет движения денежных средств;
- прогнозный баланс.

К финансовым бюджетам можно отнести также кредитный план, налоговый бюджет и др.

Для торговых компаний состав мастер-бюджета будет иным:

1. Операционный бюджет:

- бюджет продаж;
- бюджет закупок;
- торговый баланс;
- бюджет коммерческих расходов;
- бюджет управленческих расходов;
- прогнозный отчет о прибылях и убытках.

2. Финансовый бюджет:

- бюджет движения денежных средств;
- кредитный план;
- прогнозный баланс.

Базовыми для системы бюджетного управления являются операционные бюджеты, на их основе производится расчет финансовых.

Связь между ними осуществляется посредством пересчета количественных показателей в суммовые (финансовые). Спланированные объемы производства, потребления ресурсов, рассчитанные на основании норм или экспертных оценок техническими специалистами, пересчитываются экономистами через плановые цены в финансовые измерители.

Каждый операционный бюджет – результат серьезной аналитической работы по планированию. Он может быть разложен на большое количество вспомогательных форм, для которых будет результирующим отчетом.

Основной бюджет состоит из трех обязательных финансовых документов, каждый из которых сам по себе является самостоятельным бюджетом и является необходимым, но недостаточным условием для признания бюджета удовлетворительным, т.е. отвечающим задаче достижения поставленных целей.

Бюджет доходов и расходов (БДР). БДР является наиболее распространенным и наиболее привычным для понимания руководителями любого уровня управления. Назначение данного бюджета – показать соотношение всех доходов (выручки) от реализации в плановый период (по фактически отгруженной или поставленной потребителям продукции либо по оказанным услугам) со всеми видами расходов, которые предполагает понести в этот же период компания и которые связаны с получением доходов и выделением наиболее важных (критических) статей расходов.

Основной смысл бюджета доходов и расходов – показать руководителям компании эффективность ее хозяйственной деятельности в предстоящий период. БДР позволяет также установить лимиты (нормативы) основных видов расходов, целевые показатели (нормативы) прибыли, проанализировать и определить резервы формирования и увеличения прибыли, оптимизации налоговых и других отчислений в бюджет, возможности возврата заемных средств, формирования фондов накопления и потребления. Необходимо отметить, что в этом документе не отражается движение реальных денежных средств. Поскольку БДР отражает структуру себестоимости продукции конкретного вида бизнеса, проекта, ЦФО или структурного подразделения (компании в целом в случае сводного бюджета), по нему можно судить о рентабельности производства (норме прибыли), массе прибыли и возможностях погашения кредита. С его помощью можно рассчитать точку безубыточности, определить лимиты ос-

новых видов затрат, сумм перечислений вышестоящим органам управления (отчисления от прибыли, погашение общеорганизационных расходов) по результатам хозяйственной деятельности на бюджетный период.

Бюджет движения денежных средств (БДДС). Это план движения расчетного счета и наличных денежных средств в кассе компании, отражающий все их прогнозируемые поступления и списания в ходе хозяйственной деятельности. Он показывает возможные (предполагаемые на основании условий договоров или контрактов) поступления авансов и предоплаты за поставляемую продукцию, наличных денежных средств, а также задержки поступлений за продукцию, отгруженную ранее (дебиторская задолженность). Важность этого документа в бизнесе все время возрастает. Сегодня именно БДДС является главным документом в системе внутрифирменных бюджетов.

Составление БДДС призвано обеспечить безусловную сбалансированность поступлений и использования денежных средств компании на предстоящий период. Если в бюджете доходов и расходов в какие-то периоды могут быть запланированы убытки в расчете на то, что будущая прибыль перекроет убытки прошлых лет, то в БДДС все поступления денежных средств в любое время должны превышать их использование в тот же период. Так называемое конечное сальдо в БДДС должно быть обязательно положительным.

Прогнозный баланс. Это прогноз соотношения всего имущества предприятия и источников образования имущества. Прогноз этот обычно делается в соответствии со сложившейся (фактической) структурой активов и задолженностей и ее наиболее вероятным изменением в процессе предстоящей реализации других основных бюджетов. Расчетный баланс состоит из двух основных разделов: активов и пассивов, которые должны быть равны между собой.

Расчетный баланс может быть составлен не только для юридического лица, но и для любого объекта хозяйствования, приносящего доходы, прибыль или генерирующего денежные потоки. Без расчетного баланса, т.е. без определения всего того, что так или иначе вовлечено в данный бизнес, невозможно получить исходную информацию для финансового анализа и оценки инвестиционной привлекательности проекта, контракта, предприятия, например нельзя рассчитать большинство финансовых коэффициентов. Без расчетного баланса нельзя принимать многие управленческие ре-

шения, касающиеся распределения прав и ответственности в финансовой сфере между руководителями ЦФО или отдельных структурных подразделений.

Существует еще одна важная причина составления расчетного баланса. Это учет движения всех видов активов: денежных средств, запасов (сырья и готовой продукции, полуфабрикатов и незавершенного производства), основных средств и нематериальных активов. Любые изменения этих активов фиксируются прежде всего в прогнозном балансе. По БДР и БДДС можно отследить либо использование этих активов в расчете на единицу объема продаж, либо затраты денежных средств на их пополнение.

Все основные бюджеты взаимосвязаны друг с другом и имеют ряд так называемых корреспондирующих статей. Это проявляется, прежде всего, в форматах БДР и БДДС, имеющих ряд одинаковых статей, в которых отражаются текущие затраты. Но различия между БДР и БДДС неизбежны, поскольку первый документ носит сугубо абстрактный характер и предназначен для нормирования и распределения затрат с последующим выяснением финансовой эффективности (прибыльности) бизнеса, а второй отражает фактическое движение денег в бизнесе вне какой бы то ни было связи с эффективностью их использования. Одно из назначений расчетного баланса в этой связи заключается в том, что он фиксирует расхождения, возникающие между корреспондирующими статьями БДР и БДДС. Поэтому расчетный баланс составляется на тот же период, что и другие основные бюджеты, и имеет как минимум **поквартальную, а лучше ежемесячную разбивку внутри бюджетного периода.**

На практике используются следующие схемы бюджетирования:

1. «Мозаичное» бюджетирование. Данная схема бюджетирования является первым исторически возникшим и на сегодня полностью устаревшим подходом, тем не менее по-прежнему используемым многими отечественными производственными предприятиями. В основе данного подхода лежит обособленный расчет бюджетных статей отдельными подразделениями (отдел продаж, например, рассчитывает величину доходов от продаж, бухгалтерия – величину расходов на выплату заработной платы, отдел снабжения – величину расходов на закупки производственного сырья и материалов, административные закупки и т.д.) с последующим сведением в так называемый Master Budget. Данная схема концентрируется на управлении текущими активами предприятия, оставляя без внимания сложные,

распределенные во времени производственные процессы, движение капиталов и обязательств, формирование долгосрочного имущества. Можно сказать, что она подошла бы небольшой компании с достаточно простой технологией работы, функционирующей за счет собственных средств и не ведущей активной финансовой и инвестиционной деятельности (рис. 26).

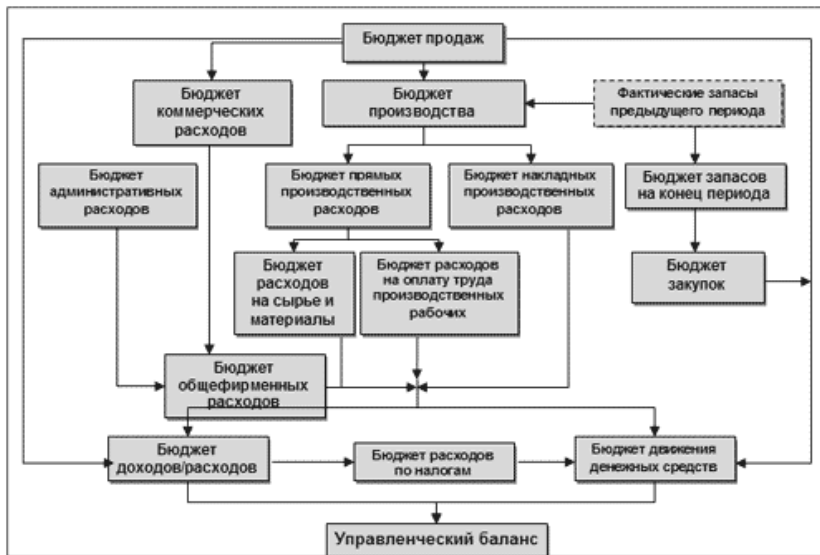


Рис. 26. Схема «мозаичного» бюджетирования

Также очевидно, что эта схема содержит в себе и определенные недоработки (П. Боровков):

- нет четкого разделения бюджетов по типам показателей: натуральные и стоимостные, в результате чего, например, неочевидно, как затраты в виде сырья и материалов, списанных в производство, переходят на расходы при реализации продукции;
- плохо прописаны остатки, причем как товарно-материальных ценностей, так и денежных средств, отчего, к примеру, БДДС возникает «как из воздуха»;
- отсутствует информация о формировании внеоборотных активов и пассивов компании;

- смешаны функциональные и итоговые, консолидированные бюджеты без описания алгоритма как частные бюджеты различных функциональных служб формируют итоговые бюджеты всего предприятия.

2. Следующий шаг в развитии методологии бюджетирования заключался в разработке комплексной модели бюджетов по принципу, который можно условно назвать «от Отчета о прибылях и убытках». Суть его в том, что:

- все функциональные бюджеты делятся на 3 категории: БДР, описывающие формирование доходов и расходов, БДДС, отражающие поступления и выплаты денежных средств, и натурально-стоимостные, характеризующие движение и остатки основных средств, товаров, материалов, запасов и т.д.;

- перечень бюджетов типа БДР создается таким образом, чтобы данные, просуммированные по всем бюджетам типа БДР, давали окончательный финансовый результат компании: прибыль или убыток. Например:

Бюджет доходов от реализации – Бюджет расходов по основной деятельности –
– Бюджет прочих расходов + Бюджет прочих доходов = Прибыль.

Симметричным образом сумма всех бюджетов типа БДДС дает остаток денежных средств на конец рассматриваемого периода, а сумма натурально-стоимостных бюджетов – остатки имущества компании всех видов.

На рис. 27 три серых вертикальных поля представляют собой типы бюджетов: БДР, БДДС или натурально-стоимостные, каждая блок-схема – отдельный функциональный бюджет, пунктирные линии означают промежуточную консолидацию бюджетов, а стрелки – последовательность формирования бюджетов и их влияние друг на друга. Итоговые данные, рассчитанные по всем трем полям, формируют управленческий баланс компании.

Существуют ограничения данного подхода: он не до конца отражает процесс балансировки показателей одних бюджетов с показателями других:

- в явном виде отсутствуют дебиторская и кредиторская задолженности. Конечно, данные по задолженностям есть, но рассчитываются они как разницы между соответствующими бюджетами БДР и БДДС (начисленные, но еще не полученные в виде «живых» денег доходы, или понесенные, но еще не оплаченные расходы);

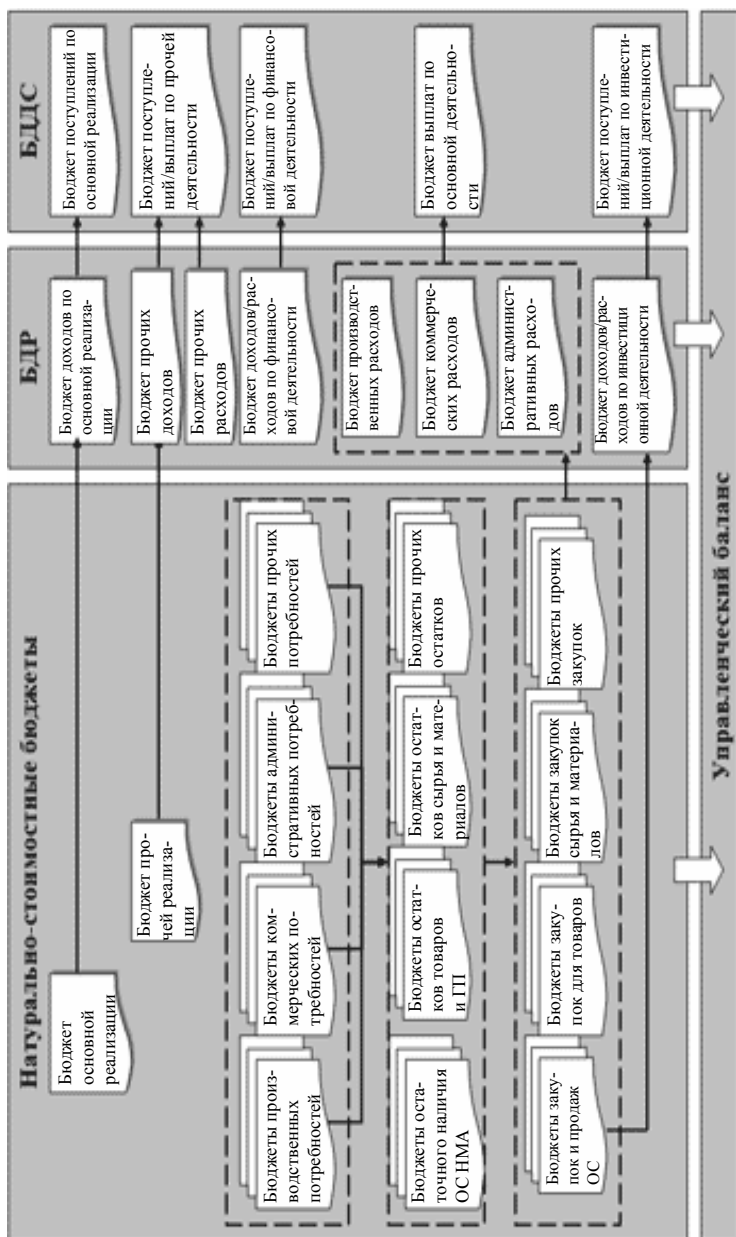


Рис. 27. Схема бюджетирования «от Отчета о прибылях и убытках»

- не существует бюджетов по движению капиталов, хотя изменения соотношений собственного и заемного капитала можно отслеживать по бюджетам выплат и поступлений по финансовой деятельности (привлечение и погашение кредитов, вклады в уставный капитал). То же самое справедливо и для финансовых вложений самой компании;
- неоднозначна процедура расчетов по НДС. Остаются открытыми вопросы: по какой стоимости отражать закупленные запасы в натуральных бюджетах – с НДС или без, и как расчеты по НДС повлияют на другие налоговые бюджеты;
- не описан алгоритм использования прибыли.

3. Модель «от баланса».

Идея балансовой модели бюджетов заключается в том, что движение по любому бюджету, будь он натурально-стоимостный, БДР и БДДС, – это аналог оборотов по дебету или кредиту бухгалтерских счетов, на основании которых сводится баланс (все это также справедливо и для счетов управленческого баланса).

Движение по любому из бюджетов затрагивает, аналогично бухгалтерской проводке, и какой-то второй бюджет (а точнее, как и в случае сложной проводки, которая может затрагивать сразу несколько счетов, операция по одному бюджету может влиять одновременно на несколько бюджетов).

Если необходимо создать действительно комплексную модель бюджетов, то она должна строиться по принципу двойной записи.

Таким образом, задача постановщика бюджетирования при построении модели по принципу двойной записи заключается в сопоставлении каждого из создаваемых бюджетов другому, балансирующему бюджету. Визуально такое построение можно производить в двух форматах:

1. По таблице, по строкам и столбцам которой приведены статьи управленческого баланса, причем данные по строкам отражают дебетовые обороты, а по столбцам – кредитовые. Помимо чисто балансовых статей, в таблице приводятся статьи «Доходы» и «Расходы», не входящие в баланс, но необходимые для расчетов итогов по нему. На пересечении соответствующих строк и столбцов возникают функциональные бюджеты (табл. 40).

Таблица 40

Первый формат построения модели бюджетирования «от баланса»

Статьи баланса	Кредит	Доходы	Основные средства и капитальные вложения	Сырье и материалы	Дебиторская задолженность	Денежные средства	Кредиторская задолженность
Дебет							
Расходы				Бюджет потребности в сырье и материалах			
Основные средства и капитальные вложения						Бюджет выплат по инвестиционной деятельности	
Сырье и материалы							Бюджет закупок сырья и материалов
Дебиторская задолженность		Бюджет доходов по основной деятельности	Бюджет доходов по инвестиционной деятельности				
Денежные средства					Бюджет поступлений денежных средств		
Кредиторская задолженность						Бюджет выплат по основной деятельности	

По таблице, по строкам и столбцам которой приведены функциональные бюджеты, а на пересечении указываются парные взаимосвязи между бюджетами на уровне проводок, дебетовый оборот одного бюджета выражается в кредитовом обороте другого, и наоборот (табл. 41).

Таблица 41

Второй формат построения модели бюджетирования «от баланса»

Функциональные бюджеты Компании	Бюджет продаж	Бюджет закупок сырья и материалов	Бюджет закупок ОС и НМА	Бюджет потребностей производства в сырье и материалах	Бюджет производственных расходов	Бюджет коммерческих расходов	Бюджет административных расходов	Бюджет поступлений по основной деятельности	Бюджет поступлений по финансовой деятельности	Бюджет выплат по основной деятельности	Бюджет выплат по финансовой деятельности	Бюджет выплат по инвестиционной деятельности	Бюджет расчетов с покупателями	Бюджет расчетов с поставщиками	Бюджет расчетов с персоналом	Бюджет движения капитала
Бюджет продаж													×			
Бюджет закупок сырья и материалов														×		
Бюджет закупок ОС и НМА														×		
Бюджет потребностей производства в сырье и материалах				×												
Бюджет производственных расходов			×												×	
Бюджет коммерческих расходов														×	×	
Бюджет административных расходов														×	×	
Бюджет поступлений по основной деятельности												×				
Бюджет поступлений по финансовой деятельности																×
Бюджет выплат по основной деятельности														×		
Бюджет выплат по финансовой деятельности																×
Бюджет выплат по инвестиционной деятельности													×			
Бюджет расчетов с покупателями	×							×								
Бюджет расчетов с поставщиками		×	×			×	×			×		×				
Бюджет расчетов с персоналом				×	×	×										
Бюджет выплат по финансовой деятельности								×		×						

Логичнее всего использовать оба этих формата последовательно (П. Боровков): первый – для первоначального создания перечня бюджетов, отталкиваясь от структуры управленческого баланса, а второй – для проверки созданного перечня бюджетов на корректность и полноту.

В результате структурирования бюджетов по балансовому принципу менеджеры мегакомпаний получают инструмент управления в соответствии с профилем своей деятельности: департаменты, курирующие производственную деятельность, – бюджет производственных расходов; финансовые службы – бюджет финансовых вложений; департаменты корпоративного управления – бюджет движения капитала и т.д. Сложная бизнес-деятельность становится прозрачной и гораздо более управляемой, а процедура составления важнейшего итогового отчета – Управленческого баланса – достаточно простой и однозначной: накопленные к концу периода остатки по функциональным бюджетам сформируют соответствующие им балансовые статьи (табл. 42).

Таблица 42

**Процедура составления Управленческого баланса
по остаткам функциональных бюджетов**

Функциональный бюджет	Тип остатка	Статья Управленческого баланса
Бюджет потребностей производства в сырье и материалах	Дебетовый	Основное производство (Актив)
Бюджет закупок сырья и материалов	Дебетовый	Запасы сырья и материалов (Актив)
Бюджет расчетов с поставщиками	Кредитовый	Кредиторская задолженность (Пассив)
Бюджет доходов по основной деятельности	Кредитовый	Прибыль по основной деятельности (Пассив)

Начинается «собственно бюджетирование» в тот момент, когда планы (самые разные) и бюджеты предприятия распределяются по центрам финансовой ответственности, из которых состоит финансовая структура. Распределение это может происходить по-разному – как «сверху», так и «снизу», важно то, что каждый центр финансо-

вой ответственности (ЦФО) составляет либо получает относящиеся именно к нему статьи каждого из трех основных бюджетов:

- доходные и/или расходные статьи из БДР;
- статьи, которые отражают поступление и уход денежных средств БДДС;
- статьи, отражающие изменения активов и пассивов.

Объединение данных по соответствующим статьям каждого ЦФО даст нам БДР, БДДС (поступления и платежи) и прогнозный баланс (изменения активов и пассивов). Если это объединение произошло в ходе планирования деятельности, то полученные документы будут носить прогнозный характер, а если в ходе контроля – то фактический.

И прогнозные, и фактические данные позволяют заранее или, соответственно, по факту провести полноценный финансовый анализ и оценить ликвидность, рентабельность и стоимость предприятия. На стадии планирования эти показатели нужны для того, чтобы понять, насколько реально для предприятия достижение поставленных перед ним целей. Бюджеты разрабатываются как для организации в целом, так и для подразделений. При этом осуществляется координация бюджетов подразделений, выявляются источники финансирования планируемых мероприятий (табл. 43).

Таблица 43

Примеры соотношения видов бюджетов и уровней планирования

Уровень планирования	Вид бюджета
Предприятие	Бюджет движения денежных средств. Прогнозный бухгалтерский баланс. Прогнозный отчет о прибылях и убытках
Центр прибыли	Бюджет продаж. Бюджет по прибыли
Функциональные подразделения	Бюджет запасов. Бюджет производственной продукции. Бюджет на рекламу
Проекты	Бюджет разработки проекта. Бюджет строительства
Место возникновения затрат	Бюджет на материалы. Бюджет расходов на персонал. Бюджет коммунальных услуг

Бюджетирование сравнительно недавно стало внедряться на российских предприятиях. Системы бюджетирования в западных ком-

паниях осуществляются довольно долго, поэтому уже сформировались определенные методы и способы. Но прямой перенос этих методов на российские предприятия не возможен. Необходимо производить адаптацию данных методов к каждой конкретной компании. Существуют различия в процессах бюджетирования в западных и российских компаниях (В.Д. Маркова) (табл. 44).

Таблица 44

**Различия в процессах бюджетирования
в западных и российских компаниях**

Параметр	Российские предприятия	Западные предприятия
Предмет	Финансовое планирование	Управленческая технология
Объект	Предприятие в целом	Предприятие в целом, подразделения, центры учета и ответственности, виды деятельности, виды продукции, отдельные контракты
Информационная база	Бухгалтерский учет и специальная аналитическая база	Бухгалтерский учет
Сфера охвата	Фрагментарный характер	Весь цикл управления
Организация	Специальное подразделение, опирающееся на данные бухгалтерского учета и аналитики	Часть бухгалтерского учета
Горизонт планирования	До 1 года	3–5 лет

Бюджетирование в западных компаниях применяется уже более 50 лет. Но тем не менее у компаний существуют различные трудности в процессе бюджетирования. Эти проблемы усугубились новыми веяниями:

Во-первых, бизнес находится под все усиливающимся давлением мировой конкуренции. Компании не могут далее всецело уповать на свои рынки и следить за конкурентами, не меняющимися долгие годы. Рост промышленности Китая почувствовали на себе многие бизнесмены по всему свету. Услуги по Интернету разрушили часть рынков и открыли широкие возможности в других сферах. Подобные факторы обуславливают быстрое устаревание бюджетного плана, особенно если он обновляется один раз в год.

Во-вторых, помимо хлопот, связанных с изменениями на внешнем рынке, появились новые требования к управлению, отчетности и соблюдению законодательства. Так, закон Сарбейнса Оксли (Sarbanes Oxley) в США напрямую затрагивает все компании, представленные на Уолл-стрите. Вскоре они должны будут раскрыть все принципиальные моменты своей деятельности, оказывающие ключевое влияние на их бизнес. Данный закон также обязывает компании предоставлять информацию о том, какой будет отдача от их бизнеса. Однако системы бюджетирования многих организаций недостаточно «поворотливы», чтобы отвечать требованиям закона Сарбейнса Оксли.

В-третьих, растет риск принятия не до конца просчитанного бюджета. Например, корпорация «Price Waterhouse Coopers» обнародовала в своем исследовании в 2001 г., что только лишь сообщение о возможном снижении запланированной прибыли уменьшает стоимость акций компании в среднем на 20 %. В 2002 г. аналитики фирмы «Ernst&Young» также сделали вывод, что падение стоимости акций после извещения о снижении прибыли может достичь 25% (M. Bourne).

В-четвертых, все чаще наблюдается переход на квартальную отчетность, что означает анализ результатов за каждые три месяца и более частый пересмотр прогнозов.

Все эти факторы поднимают один важный вопрос: «Каким образом можно оптимизировать процесс бюджетного планирования с тем, чтобы стало возможным планировать, пересматривать прогнозы и стимулировать менеджмент за максимально короткий период?»

Некоторые известные финансовые эксперты, в частности, Джереми Хоуп (Jeremy Hope) и Робин Фрейзер (Robin Fraser), вообще предлагают отказаться от бюджетного планирования, ссылаясь на такие учреждения, как шведский банк «Svenska-Handelsbanken», который процветает и без бюджетного плана.

Но в действительности подобный подход выбрали для себя единичные организации, предпочитая более практичное и распространенное решение – не зависеть во всем от бюджета, т.е. видеть его слабые стороны и использовать сильные, а когда бюджетирование бессильно, задействовать для выполнения поставленных задач другие механизмы.

9.6. ВЗАИМОСВЯЗЬ СТРАТЕГИЧЕСКОГО И ОПЕРАТИВНОГО ФИНАНСОВОГО ПЛАНИРОВАНИЯ (ИСПОЛЬЗОВАНИЕ СИСТЕМЫ СБАЛАНСИРОВАННЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ)

9.6.1. Место системы сбалансированных показателей в управлении предприятием

Ключевое требование к любой системе планирования – наличие связи между оперативным и стратегическим планированием. Успех любого предприятия зависит от того, является ли оперативный план ближайшего года частью долгосрочного плана по реализации стратегии предприятия. Если стратегия и оперативные планы не согласуются друг с другом, то разработанная стратегия никогда не станет реальностью (К.А. Финк, Б. Гайзер, О. Грайнер).

Разрыв между оперативным и стратегическим управлением, как правило, является основной причиной плохой реализации стратегических планов.

Причины данной проблемы могут быть следующими:

1. Характеристики определенного года системы стратегического планирования не согласованы со значениями этого года в системе оперативного планирования или плановые результаты данного года не создают предпосылок для достижения амбициозных целей последующих лет.

2. Несогласованность стратегических и оперативных планов может возникать вследствие того, что отдельные части плана составляют разные сотрудники, в разное время, на основе разной информации.

3. Отсутствие действенной системы коммуникации стратегии сотрудников компании.

Для лучшего понимания данной проблемы рассмотрим подробнее стратегическое планирование.

Процесс планирования стратегии встречает ряд сложностей при его освоении. Основная трудность связана с тем, что процесс принятия предварительных решений находится в зависимости от структуры полномочий в организации. Новая стратегия, как правило, разрушает сложившийся в организации тип взаимоотношений и может войти в противоречие с политикой руководства. Естественная реак-

ция на это – борьба против любых нововведений, нарушающих традиционные взаимоотношения и структуру полномочий.

Многочисленные исследования систем управления, анализ эффективности деятельности привели к парадоксальным результатам: управление с помощью финансовых показателей не дает достаточной информации для принятия правильных и своевременных управленческих решений. Необходима принципиально иная система контроля эффективности и выполнения стратегических целей организации, дающая акционерам и собственникам более реальную картину текущего состояния бизнеса. В настоящее время такой системой является **Система сбалансированных показателей (ССП)**, разработанная Д. Нортоном и Р. Капланом, активно используемая в мировой практике и внедряемая на российских предприятиях.

История, связанная с открытием и последующей разработкой концепции Сбалансированной системы показателей, относится к 1990 г., когда Норлан Нортон Институт (Norlan Norton Institute), являющийся исследовательским центром всемирно известной аудиторско-консалтинговой компании KPMG, приступил к изучению вопроса эффективности управления, а также поиску возможностей и инструментов, обеспечивающих ее повышение. Данное исследование – «Измерение эффективности организации будущего» – проходило в течение одного года и имело в качестве цели поиск новых альтернативных методов измерения эффективности, базирующихся на нефинансовых показателях.

Исследование возглавляли директор Норлан Нортон Института Дэвид Нортон и Роберт Каплан – профессор Гарвардской школы бизнеса, привлеченный в качестве научного консультанта проекта.

В качестве основной гипотезы проекта участниками исследования была выбрана следующая: «Базирование методики оценки эффективности деятельности предприятия исключительно на финансовых показателях не обеспечивает роста будущей экономической ценности организации». Участниками исследования также являлись менеджеры крупнейших компаний, представляющие различные области деятельности, такие как высокие технологии, производство товаров народного потребления, сфера услуг, объединенные в единую группу, на протяжении года занимающуюся разработкой модели оценки эффективности и ее совершенствованием.

В течение длительных обсуждений и дискуссий была выработана основа модели, базирующаяся на четырех основных составляю-

ших (проекциях): финансы, клиенты, внутренние бизнес-процессы, обучение и рост. Таким образом, система получила название «сбалансированной», так как основывалась на комплексном подходе к оценке как материальных, так и нематериальных активов.

Данная система получила апробацию среди ряда организаций, участвующих в проекте, и к концу декабря 1990 г. был подведен итог проделанной работе. В качестве основных выводов были сделаны следующие: Сбалансированная система показателей (Balanced Scorecard) – как назвали ее авторы – имеет безусловные преимущества по сравнению с более традиционными концепциями, используемыми для комплексной оценки деятельности предприятия, а также чрезвычайную полезность в качестве учетно-аналитического инструмента.

Следующий этап развития системы был связан с обнародованием результатов внедрения и апробации ССП в таких компаниях, как FMC Corporation и Rockwater – организациях, являющихся в своем роде пионерами в области внедрения данной системы. Руководители этих компаний Лэри Брэйди и Норман Чамбер – участники проекта «Measuring Performance in the Organization of the Future», открыли новые возможности системы, выводящие ее за рамки просто системы оценки. Новое применение ССП нашла в качестве инструмента коммуникации стратегического видения этих корпораций. ССП эффективно осуществляла функцию доведения до сотрудников различных уровней управления новых стратегических планов и инициатив компаний. До данного момента ССП использовалась большинством руководителей как система, направленная на повышение операционной эффективности – улучшение качества продукции, уменьшение времени обработки заказа, уменьшение производственного цикла, снижение стоимости и т.д. Опыт FMC Corporation и Rockwater показал, что Система сбалансированных показателей может также эффективно отслеживать исполнение стратегических инициатив, принимаемых руководством, выделяя при этом ключевые процессы, воздействующие на стратегию, и оценивая их эффективность. Результаты накопленного опыта были агрегированы в статье, опубликованной в Harvard Business Review в 1993 г.

В середине 1993 г. консалтинговая компания «Ренесанс Солюшнс» (Renaissance Solutions), возглавляемая к тому времени Дэвидом Нортон и специализирующаяся в области постановки Сбалансированной системы показателей, объединилась с одной из круп-

нейших консультационных компаний «Джемини Консалтинг» (Gemini Consulting).

В начале 1999 г. 27 организациям США, Канады, Германии и Швейцарии, использующим Систему сбалансированных показателей, были разосланы опросные листы. Ответы дали 15 частных и государственных организаций. Известно, что в настоящее время в мире примерно 300 предприятий внедрились или внедряют ССП.

Особо важной областью ее применения оказалось управление процессами увеличения стоимости предприятий. Высокоагрегированные показатели, практикуемые для оценки хозяйственных результатов, трудны для понимания на оперативном уровне и не могут быть использованы в конкретных мероприятиях. Поэтому предлагается увязать показатели ССП с моделями, ориентированными на повышение стоимости предприятия.

ССП – это система стратегического управления организацией на основе измерения и оценки ее эффективности по набору показателей, подобранному таким образом, чтобы учесть все существенные с точки зрения стратегии аспекты деятельности организации. ССП переводит миссию и общую стратегию компании в систему четко поставленных целей и задач, а также показателей, определяющих степень достижения этих целей. Данная система сохраняет связь с традиционными финансовыми параметрами, которые отражают исторический аспект уже свершившихся событий, но при этом вводит новые оценочные характеристики будущей финансовой деятельности. ССП действует в рамках четырех основных проекций: финансов, клиентов, внутренних бизнес-процессов, обучения и роста.

Финансы. Проекция финансов является одной из ключевых составляющих Сбалансированной системы показателей. Финансовые результаты являются основными критериями оценки текущей деятельности предприятия. В качестве типичных целей в рамках финансовой проекции выступает увеличение рентабельности продукции, рентабельности собственного капитала, чистого денежного потока, чистой прибыли и др.

Как правило, финансовые цели стоят во главе дерева целей организации, однако существует очень тесная взаимосвязь с целями клиентов, внутренними процессами и ростом организации.

Клиенты. В рамках проекции клиенты, руководители определяют ключевые сегменты рынка, на которых компания намеревается сосредоточить свои усилия по продвижению и реализации своих

продуктов. Основными показателями эффективности в данной проекции являются удовлетворенность покупателей, удержание клиентов, приобретение новых клиентов, прибыльность клиентов, доля рынка в целевых сегментах и т.д.

Процессы. Проекция внутренних бизнес-процессов идентифицирует основные процессы, подлежащие усовершенствованию и развитию, с целью укрепления конкурентных преимуществ. Организации требуются эффективные и гибкие бизнес-процессы. В настоящее время в организациях процессы очень громоздки и перегружены. Во многих случаях осуществление тех или иных процессов происходит без должного понимания конечного результата и его ценности для клиентов или акционеров.

Показатели данной проекции фокусируются на процессах, осуществляющих основной вклад на пути достижения намеченных финансовых результатов и удовлетворения покупателей. Следует также отметить, что выбор ключевых процессов должен осуществляться не только с позиции текущей эффективности, но и с точки зрения будущих возможностей для ее повышения. Именно поэтому инновационные процессы – двигатели будущей эффективности – должны рассматриваться в этой проекции прежде всего.

Обучение и рост. Четвертая проекция Сбалансированной системы показателей – обучение и рост. Она определяет инфраструктуру, которую организация должна построить для того, чтобы обеспечить рост и развитие в долгосрочной перспективе. Вполне естественно, что обеспечить долговременный успех и процветание компании вряд ли возможно с помощью технологий, используемых в текущий момент. Рост и развитие организации являются результатом синергии трех основных факторов: человеческих ресурсов, информационных систем и организационных процедур. Для того чтобы обеспечить себе долгосрочное присутствие на рынке, бизнес должен инвестировать средства в повышение квалификации своих сотрудников, информационные технологии, системы и процедуры.

Традиционно используемые показатели проекции «Финансы» в ССП считаются «поздними» (когда реагировать уже поздно), а показатели, относящиеся к перспективам «Клиенты», «Процессы» и «Обучение и рост», рассматриваются как «ранние» (есть возможность реагировать своевременно).

В рамках модели ССП четыре упомянутых проекции связываются между собой стратегической причинно-следственной цепочкой –

квалифицированные, мотивированные, сплоченные в единую команду сотрудники, использующие развитую инфраструктуру (информационные системы, оборудование, технологии), обеспечивают необходимое системе качество бизнес-процессов. Отлаженные бизнес-процессы (низкий процент брака, быстрая обработка и выполнение заказа клиента, качественная сервисная поддержка) обеспечивают удовлетворенность клиентов, достижение конкурентных преимуществ и успех компании на рынке. Маркетинговые успехи компании, в свою очередь, служат залогом ее финансовых успехов. Обратная цепочка модели ССП раскручивается в обратную сторону следующим образом: причины неудовлетворительных значений финансово-экономических показателей следует искать в проекции «Клиенты», неудовлетворенность клиентов означает наличие проблем в проекции «Процессы», а корни проблем с бизнес-процессами находятся в проекции «Обучение и рост» (рис. 28).

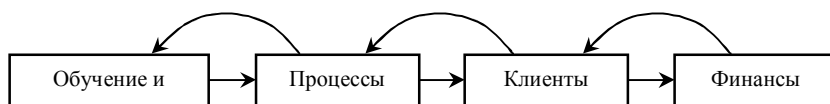


Рис. 28. Стратегическая причинно-следственная цепочка проекций ССП

Одно из многих преимуществ ССП состоит в том, что она заставляет организации делать трудный выбор одной из нескольких альтернатив. Отбор целей и инициатив для выполнения норм должен обсуждаться при разработке системы показателей (рис. 29). Нигде процесс трудного выбора так не очевиден, как при отборе показателей деятельности. Эти показатели являются центральным элементом Сбалансированной системы и будут служить контрольной точкой и ориентиром для всей организации (табл. 45).

Таблица 45

Проекции, представляющие собой стратегически важные аспекты деятельности организации

Проекция	Ключевой вопрос
Финансы	Как стратегия повлияет на финансовое состояние предприятия?
Клиенты	Как мы должны выглядеть перед нашими клиентами, чтобы реализовать стратегию?
Внутренние бизнес-процессы	Какие процессы стратегически важны?
Обучение и развитие	Как мы будем поддерживать нашу способность к изменению и совершенствованию, чтобы реализовать стратегию?

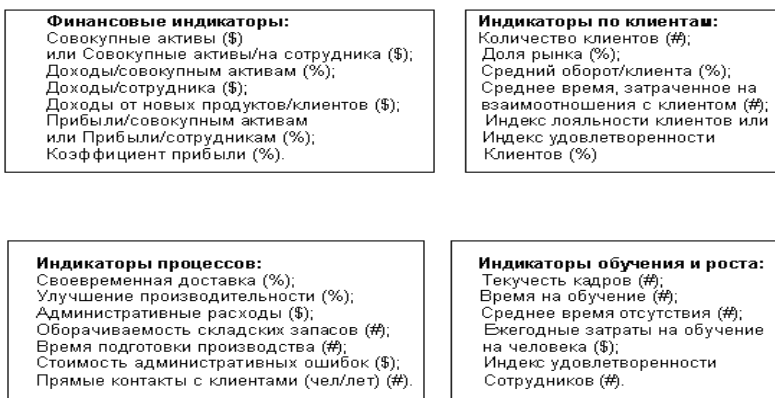


Рис. 29. Примеры показателей для проекций ССП

Сбалансированная система показателей – это инструмент управления стратегическим развитием бизнеса, основанная на трансформации стратегии в термины четких задач и показателей, измеряющих эффективность решения данных задач, система направлена на реализацию стратегии предприятия или на формирование стратегически ориентированной компании. С целью облегчить представление большого количества информации были разработаны некоторые приемы. Одним из них является создание **стратегической карты**.

Стратегическая карта – это одностраничное описание стратегии в виде набора причинно-следственных связей. Стратегическая карта превращает стратегию из редко используемого документа, хранимого в далеко спрятанной пыльной папке, в план действий (рис. 30).

Четкие причинно-следственные соотношения на стратегической карте позволяют организациям эффективно обеспечивать поддержку выполнения стратегии на всех уровнях организации. Цепочка стратегических задач предприятия должна соответствовать экономическим законам и законам логики. Это и есть основной способ балансировки показателей, применяемый на практике.

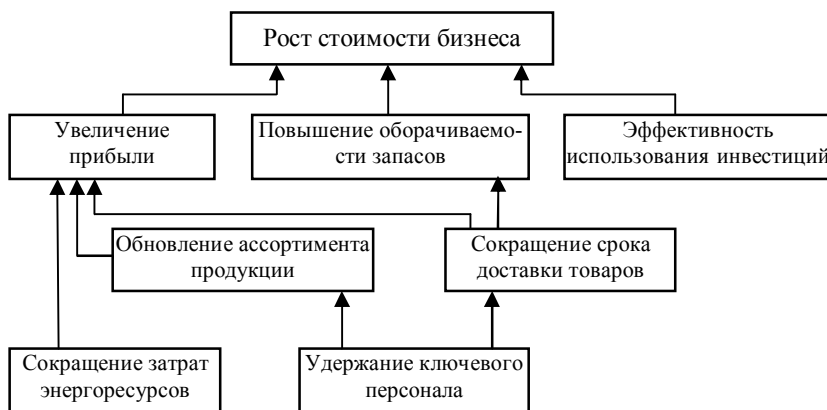


Рис. 30. Фрагмент стратегической карты (Пол Р. Нивен)

Стратегическая карта позволяет донести до отдельных подразделений и сотрудников организации их роль в реализации стратегии. Стратегические карты могут быть созданы на любом уровне управления, и каждый уровень будет иметь возможность видеть свое место на общей стратегической карте. ССП, как было отмечено ранее, не только не отрицает значимость финансовых показателей, но и отводит им ведущую роль. Показатели проекции «Финансы» являются основными результативными показателями в ССП. Изменения в сфере взаимоотношений с клиентами, внутренних процессов, инновационной деятельности, обучения и роста должны четко указывать на улучшение финансовой деятельности посредством роста объема продаж, операционной прибыли, ускорения оборачиваемости капитала, сокращения операционных расходов. Улучшение показателей прочих проекций является средством достижения поставленных финансовых целей. ССП должна сохранить акцент на финансовых результатах, однако без преувеличения и искажения, которые неизбежно возникают, когда исключительный упор делается на улучшение краткосрочных финансовых показателей.

В рамках финансовой проекции выбор показателя верхнего уровня зависит от ряда причин. Выработка и установка целей на уровне компании – исходный пункт работы всей фирмы. Но цели предприятия неоднородны, зачастую неочевидны. И между ними, в свою очередь, существует определенная иерархия.

В настоящее время понятие «экономическое моделирование» воспринимается прежде всего как научный инструмент. Но он активно используется экономистами и финансистами.

Можно выделить два класса систем экономического моделирования: открытые и закрытые.

Первые – это электронные таблицы. Они просты в обращении, гибки и быстро дают результат. К недостаткам можно отнести сложность построения, возможность наличия ошибок в алгоритмах расчета. В целом они применяются не очень часто, поскольку структура этих моделей носит агрегированный характер.

Ко второму классу относятся все автоматизированные информационные системы. Их преимущество в том, что все элементы модели изначально прописаны, все изменения возможны только с участием программистов. Недостатком является то, что данная система не может адекватно отразить все особенности той или иной компании.

Сбалансированная система показателей является одной из наиболее популяризируемых управленческих методологий. Но сама процедура разработки и внедрения ССП непрозрачна. Основная проблема связана с необходимостью балансировки целевых значений показателей. А ведь очень часто применяется «интуитивный» подход к определению целевых значений, значит, о балансировке здесь не приходится говорить и только использование инструментария экономико-математического моделирования позволяет это преодолеть. В основе данного процесса лежит создание финансово-экономической модели, которая базируется не на относительных, а на абсолютных показателях. Тогда можно показать взаимосвязь между первичными показателями (финансы – производство – оборудование – персонал).

Только построения данных зависимостей недостаточно, требуется определить относительные показатели, которые покажут эффективность конкретных бизнес-процессов. Эти показатели должны рассчитываться на основе абсолютных, но они не будут все абсолютно сбалансированы, поскольку мы анализируем эффективность конкретных бизнес-процессов.

И только потом можно строить стратегические карты, которые содержат набор целей разного уровня. В таком случае уже возможно использовать и абсолютные, и относительные показатели для обоснования и организации деятельности в связи с выбранными целями.

Разработка балансов в конкретной организации основана на:

- анализе несбалансированности существующей системы управления;
- привязке теоретических балансов к конкретной ситуации через ключевые бизнес-процессы.

Финансовые цели являются отправной точкой бюджетирования – и составления бюджета, и оценки его исполнения, и собственно затрат времени и денег на процедуру бюджетирования как таковую. Без показателя верхнего уровня у бюджетного управления в известном смысле исчезает точка опоры: привязка к реальной практике хозяйствования остается, а привязка к будущему исчезает.

9.6.2. Экономическая добавленная стоимость как индикатор качества управления

Из всех существующих показателей, предназначенных для оценки процесса создания стоимости предприятия, самым известным и распространенным является **экономическая добавленная стоимость (EVA – Economic Value Added)**. Этот показатель является индикатором качества управленческих решений, так как ее постоянная положительная величина свидетельствует о создании дополнительной ценности предприятия, отрицательная величина говорит о снижении ценности.

Автор концепции экономической добавленной стоимости Д.Б. Стюарт определил этот показатель как разницу между чистой операционной прибылью и затратами на капитал, т.е. **EVA позволяет оценить реальную экономическую прибыль при требуемой минимальной ставке доходности.**

Экономическая добавленная стоимость является показателем годовой рентабельности предприятия, который в первую очередь показывает акционерам, удалось ли предприятию создать дополнительную стоимость. EVA также может служить в качестве цели для высшего руководства и использоваться в системе мотивации.

Логика показателя EVA заключается в следующем: чистая операционная прибыль после налогообложения – это доход, полученный после вычитания расходов и амортизации. Часть данного дохода идет на оплату расходов за пользование ресурсами (выражается в затратах на собственный и заемный капитал), а другая часть составляет созданную стоимость, которую измеряет EVA. Данная концеп-

ция исходит из того, что для компании мало иметь положительный финансовый результат или приемлемый уровень дохода на одну акцию, любая хозяйствующая единица в ходе своей экономической жизни должна достигать такого уровня развития, при котором возможно создание новой стоимости. А она создается лишь тогда, когда компания получает такую отдачу от инвестированного капитала, которая превышает затраты на привлечение капитала. Можно выделить два способа расчета экономической добавленной стоимости.

$$1. \text{EVA} = \frac{\text{Прибыль после налогов (NOPAT)}}{\text{Ср. взвеш. ст-ть капитала (COST OF CAPITAL)}} \times \text{Инвестир. капитал. (CAPITAL EMPLOYED)} \quad (94)$$

$$2. \text{EVA} = \frac{\text{(Норма прибыли (RFTE OF RETURN))}}{\text{Ср. взвеш. ст-ть капитала (COST OF CAPITAL)}} \times \text{Инвестир. капитал. (CAPITAL EMPLOYED)} \quad (95)$$

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - \text{COST OF CAPITAL} \times \text{CAPITAL EMPLOYED}, \quad (96)$$

где **NOPAT** – чистая операционная прибыль за вычетом налогов, но до выплаты процентов; **COST OF CAPITAL** – средневзвешенная цена капитала (WACC); **CAPITAL EMPLOYED** – стоимостная оценка капитала.

Посленалоговая операционная прибыль – чистая операционная прибыль за вычетом скорректированных налогов.

В данном случае налоги называются скорректированными, поскольку в ситуации, когда финансовая и налоговая отчетности компании различаются, следует использовать значения налогов, полученные в налоговой отчетности (все остальные показатели преимущественно используют финансовую отчетность). При использовании в качестве исходных данных налоговой отчетности для правильного расчета **NORAT** достаточно взять величину начисленного налога из отчета о прибылях и убытках.

Если ставка доходности есть отношение чистой операционной прибыли за вычетом налогов к капиталу, то формула **EVA** может быть записана в следующем виде:

$$\text{EVA} = (\text{RATE OF RETURN} - \text{COST OF CAPITAL}) \times \text{CAPITAL}, \quad (97)$$

где ***RATE OP RETURN*** = ***NOPAT/CAPITAL***; ***RATE OP RETURN*** – норма прибыли; ***CAPITAL*** – сальдо баланса за вычетом беспроцентных займов по состоянию на начало года.

Иногда показатель ***CAPITAL*** в данной формуле заменяют показателем «совокупные активы» (***TOTAL ASSETS***), который состоит из заемного и собственного капитала.

Кроме того, приведенную формулу можно записать как:

$$EVA = (ROIC - WACC) \times CAPITAL EMPLOYED, \quad (98)$$

где ***ROIC*** – доход на вложенный капитал.

EVA может быть рассчитана по следующей формуле:

$$EVA = NOPAT - WACC \times TA,$$

где ***TA*** – совокупные активы предприятия; ***WACC*** – средневзвешенная стоимость капитала.

Привлекательность показателя экономической добавленной стоимости заключается в том, что он строится на основе откорректированных данных бухгалтерской отчетности. Для его построения достаточно формы № 1 «Бухгалтерский баланс» и формы № 2 «Отчет о прибылях и убытках».

Можно сказать, что одной из целей ***EVA*** является пересмотр так называемого бухгалтерского подхода к принятию управленческих решений. Показатель ***EVA*** – разница между чистой операционной прибылью после налогообложения (***NOPAT***) и затратами на капитал, т.е. базируется на трех основных составляющих: доход на капитал, затраты на капитал, величина инвестированного капитала.

Важным отличием ***EVA*** от показателя остаточного дохода является то, что при расчете экономической добавленной стоимости должны вноситься многочисленные **поправки в бухгалтерскую отчетность**, поскольку она не показывает полную стоимость современной компании, а отражаемые в учете активы не учитывают целого ряда ресурсов, которые используются фирмой и приносят доход. К таким ресурсам относятся: вложения в НИОКР, в обучение персонала, инвестиции в создание и продвижение торговой марки, в реорганизацию бизнеса. Все эти ресурсы относятся к элементам капитала, но не признаются активами в соответствии со стандартами учета и не участвуют в расчете бухгалтерской прибыли.

С точки зрения стратегического анализа и стратегического управления такие ресурсы важно учитывать при определении размера используемого капитала. Концепция EVA предлагает учитывать такие ресурсы в составе капитала компании. Это предполагается делать с помощью специальных корректировок капитала и прибыли фирмы. В результате проводимых коррекций (капитала и прибыли фирмы) показатель рентабельности инвестированного капитала (**ROIC**) в концепции **EVA** существенно отличается от одноименного бухгалтерского показателя.

Таким образом, **EVA** определяется как разница между чистой операционной прибылью после налогообложения и затратами на капитал за тот же период:

$$\text{EVA} = (1 - T) \text{ Прибыль от продаж} - \text{Цена капитала} \times \text{Стоимость авансированного капитала}, \quad (99)$$

где T – ставка налога на прибыль (в долях единицы).

В случае, если EVA больше 0, то компания приносит прибыль, превышающую затраты на капитал, что является основой создания стоимости, т.е. если $\text{EVA} > 0$, то компания создает стоимость, если $\text{EVA} < 0$ – то разрушает ранее созданную стоимость. Приведенная схема на рис. 31 используется почти во всех учебниках и статьях, посвященных этим проблемам.

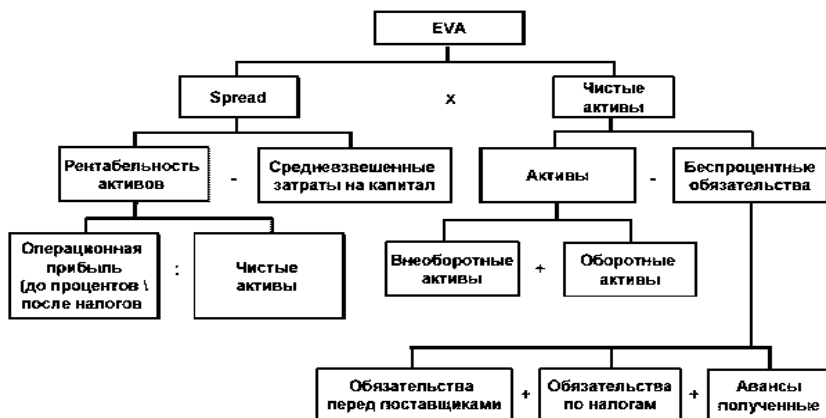


Рис. 31. Схематическое изображение экономической добавленной стоимости (EVA)

На той стадии, когда предприятие балансирует на грани окупаемости, целесообразно использовать показатель чистой приведенной стоимости (**NPV**), который более чувствителен к колебаниям притоков и оттоков денежных средств.

После перехода на стадию самофинансирования актуальным становится показатель отдачи от инвестиций (**ROI**), который позволяет оптимизировать инвестиционный портфель компании. Данный показатель прост и очевиден при расчете, удобен для встраивания его в систему стимулирования руководящего персонала фирм. Именно поэтому те фирмы, которые увязывают системы поощрения управляющих своих филиалов и подразделений с результативностью их инвестиций, обращаются к **ROI**. Это позволяет задать руководителям среднего звена понятную систему ориентиров инвестиционной деятельности.

Free cash flow (FCF) – свободный денежный поток (денежные средства, которыми располагает компания после финансирования всех инвестиций, которые она считает целесообразным осуществить) – рассчитывается как чистая прибыль от основной деятельности плюс амортизация, минус дивиденды и минус валовые инвестиции. После выхода на стадию чистого денежного потока именно этот показатель (**FCF**) и будет использован в качестве финансовой цели.

$$\text{FCF} = \text{Прибыль от продаж} \times (1 - \text{Ставка налога}) + \text{Амортизация} - \\ - \text{Кап. вложения} + \text{Изменение оборотного капитала.} \quad (100)$$

Прохождение этого цикла означает, что инвестиции оказались целесообразными и бизнес стал приносить деньги, которые не требуется снова вкладывать в развитие. Бизнес «сам себя кормит» (расширяется за счет собственных ресурсов) и еще дает владельцу приток денежных средств. Принципиально важно, что это именно свободные денежные средства, а не просто прибыль – ведь изъять можно только живые деньги, а не расчетный показатель финансового результата.

Однако нельзя уделять доминирующее внимание только одним показателям. Если предприятие ориентируется только на финансовые показатели, то оно теряет инновационность, если только на клиентские показатели, то оно может потерять контроль над затратами и издержками и т.п. Принятие любого финансового решения так или иначе влияет на показатели ликвидности, рентабельности. Кроме

того, следует также обратить внимание на то, что все решения в рамках управления не должны приниматься в ущерб качеству продукции, удовлетворенности клиентов и персонала, а также экологической чистоте деятельности предприятия. Необходимо находить ту рациональную точку, которая обеспечит необходимый результат.

9.6.3. Взаимосвязь управления на основе бюджетирования и системы сбалансированных показателей

Сбалансированность ССП достигается в балансе между внешними (собственники предприятия и его клиенты) и внутренними (сотрудники, бизнес-процессы) составляющими предприятия. При интегрировании системы сбалансированных показателей с системой бюджетного управления обеспечивается максимальное достижение конечного результата, т.е. стратегических целей, стоящих перед предприятием.

Благодаря этой системе осуществление стратегии компании превращается в систематизированную и понятную каждому последовательность шагов, реализацию которых можно контролировать на разных уровнях управления, оценивая личный вклад каждого в процесс достижения стратегических целей компании. Используя ее, руководитель компании может управлять такими процессами, как переход от видения к формулированию стратегии компании, доведение стратегии до всех уровней системы управления, осуществление бизнес-планирования и распределения ресурсов, обеспечение синергетического эффекта деятельности структурных подразделений, обучение и текущий мониторинг исполнения стратегии.

Истинная значимость ССП проявляется тогда, когда происходит ее трансформация из системы оценок в систему управления.

ССП заполняет тот пробел, который существует в большинстве управленческих систем – отсутствие обратной связи по вопросам стратегии компании. Менеджмент, поставивший во главу угла ССП, предоставляет компании возможность систематизировать и концентрировать свои усилия на выполнение долгосрочной стратегии. При условии именно такого применения система становится основой управления предприятиями информационной эпохи.

Внедрение ССП позволит улучшить систему планирования по следующим аспектам:

- четкая расстановка стратегических акцентов: внедрение ССП позволит сконцентрировать систему планирования на ограниченном числе критических с точки зрения успеха факторах;

- более совершенная реализация принципа «сверху вниз» при составлении планов: в ССП цели на ближайший год формулируются перед началом процесса планирования; оперативное планирование, осуществляемое в структурных подразделениях и реализуемое по принципу «снизу вверх», ориентируется на достижение стратегических целей ССП, сформулированных по принципу «сверху вниз»;

- концентрация системы планирования на факторах создания стоимости: в ходе каскадирования ССП на уровень структурных подразделений конкретизируется, как цели верхнего уровня будут достигаться за счет достижения целей низовых уровней; тем самым достигается ясность процесса достижения целей компании и направленность действий всех подразделений на рост стоимости компании в целом;

- «раннее распознавание» тенденций развития за счет планирования значений показателей на среднесрочную перспективу: последовательное планирование целевых значений показателей на среднесрочную перспективу (3 года) повышает качество составляемых планов и возможность прогнозирования; на основе периодического мониторинга фактических значений показателей появляется возможность своевременного распознавания отклонений; «раннее распознавание» становится возможным также за счет мониторинга значений показателей в перспективах «Клиенты» и «Обучение и рост» – эти показатели характеризуют факторы, значимые для успеха компании в будущем;

- установление реалистичных целевых значений показателей: фокусирование ССП на ключевых факторах создания стоимости компании позволяет устанавливать различные реалистичные значения показателей, характеризующих степень достижения целей.

Бюджетное управление может органично встраиваться в систему стратегического управления и помогать, осуществляя повседневную деятельность, реализовать долгосрочную стратегию предприятия. Взаимосвязь бюджетного управления со стратегическим иллюстрирует схема на рис. 32 (А.П. Дугельный).

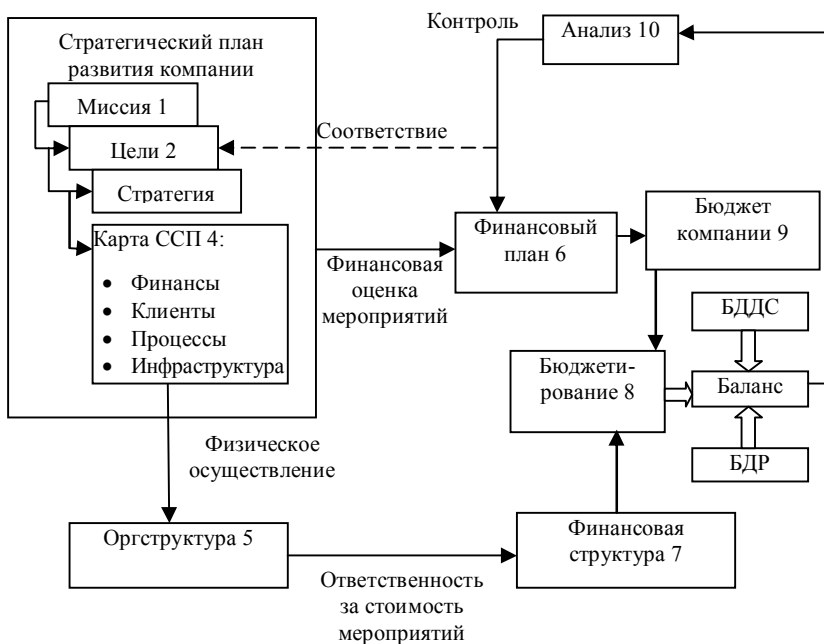


Рис. 32. Схема взаимодействия стратегического и бюджетного управления

Процесс начинается с формирования бизнес-идеологии. Формирование бизнес-идеологии предполагает прежде всего формулировку миссии (блок 1), в соответствии с которой будет определяться вся дальнейшая деятельность предприятия:

- будут поставлены цели (блок 2), в том числе финансовые;
- разработана стратегия по их достижению (блок 3);
- подготовлена карта ССП с указанием 4 перспектив: финансов, клиентов, процессов, персонала/инфраструктуры или, при управлении без системы сбалансированных показателей, план мероприятий по реализации стратегии (блок 4).

Для реализации этого комплекса мероприятий предприятие использует свою организационную структуру (блок 5). В финансовом же выражении все запланированные мероприятия будут представлены в финансовом плане (блок 6).

На базе оргструктуры с учетом распределения ответственности будет создана финансовая структура (блок 7). После запуска процесса бюджетирования (блок 8) финансовый план превратится в бюд-

жеты, которые будут рассчитываться каждым ЦФО и в результате консолидации которых будет получен бюджет компании (блок 9) в виде 3 основных прогнозных бюджетов – БДДС, БДР и баланса. Их проанализируют (блок 10) на предмет того, как они ведут предприятие к поставленным целям, и после утверждения они станут рабочим документом, по которому предприятие будет жить весь очередной запланированный период (обычно год).

Таким образом, выполнение годового плана будет означать выполнение очередного этапа стратегического плана, и бюджетирование как оперативная система управления будет органично встроено в систему долгосрочного (стратегического) управления. Именно так управляются успешные компании во всем мире.

Сбалансированная система показателей может взаимодействовать с системой бюджетирования на трех уровнях:

Во-первых, ССП может задавать основные параметры для бюджетной модели предприятия. Показатели ССП в этом случае будут являться отправной точкой для определения бюджетной модели (А. Гершун).

Во-вторых, система бюджетирования может предоставлять конкретные финансовые значения как целевые значения для ССП. Как показывает практика, в качестве стратегических целей достаточно опасно использовать финансовые коэффициенты, предварительно не проверив их на финансово-экономической модели. Финансовые организации могут искусственным образом увеличивать свою прибыльность, «раздувая» объем активов. Однако при этом возрастают и риски. Проверка показателей в финансово-экономической модели, которая очень часто заложена в систему бюджетирования, позволяет провести так называемый «анализ чувствительности», т.е. оценить, какие факторы повлияют на достижение данного показателя.

Третий уровень связан с распределением финансовых ресурсов компании между различными стратегическими целями: любая бюджетная заявка или бюджетная статья должна быть привязана к той или иной стратегической цели. С практической точки зрения это выглядит следующим образом: в каждой бюджетной заявке, кроме назначения статьи «Расходы», следует указать стратегическую цель, к которой привязана данная заявка; показатель, который улучшится в результате ее выполнения, и результат, который должен быть достигнут. Таким образом, оценка целесообразности бюджетной заявки ориентируется не на абстрактную важность или внутренние ощущение

ния участников бюджетного комитета, а на вполне реальные показатели. И самое главное: в конечном итоге можно оценить, сколько денежных средств необходимо потратить на достижение той или иной стратегической цели. Важно также произвести деление на инвестиционные затраты, которые не приносят немедленной выгоды, и оперативные затраты, связанные с регулярной деятельностью компании.

При осуществлении различных функций управления в единой системе проявляется синергетический эффект (табл. 46).

Таблица 46

**Синергетический эффект объединения ССП и бюджетирования
(А.А. Вихров, П.А. Лекомцев)**

Функции управления	Система бюджетирования	ССП	Единая система
Планирование	Распределение ресурсов компании на текущий период	Конкретизация стратегических целей	План целей и ресурсов для их достижения в количественном выражении
Координация	Жесткая связь бюджетов ЦФО и бюджетов компании	Причинно-следственная связь ключевых показателей подразделений и ключевых показателей компании в целом	Взаимосвязанные планы показателей по подразделениям и компании в целом
Мотивация и контроль	Экономия бюджетов по ЦФО	Достижение целевых значений ключевых показателей подразделением	Достижение целевых значений КРІ центрами ответственности при экономии бюджетов

Существует мнение, что бюджетирование может полностью заменить ССП. Однако система бюджетирования, прежде всего, является технологией оперативного управления, но далеко не всегда она ориентирована на конкретные результаты и увязана со стратегическими целями, в то время как ССП дает возможность предприятию согласованно реализовывать процессы стратегического планирования и создания годового бюджета. Максимальный эффект сочетания технологий бюджетирования и ССП в решении задач стратегического и оперативного управления достигается при автоматизации этих процессов на единой IT-платформе. При этом необходимо обеспе-

чить отражение в годовом бюджете целевых значений финансовых показателей, определенных в ССП (табл. 47). Таким образом, это два взаимодополняющих процесса.

Таблица 47

Ключевые финансовые показатели предприятия

№ п/п	Наименование показателя	Расчетная формула
1	Выручка от реализации, темп роста выручки	<i>Динамика выручки за несколько периодов (в абсолютном и относительном выражении)</i>
2	Прибыль от продаж = Прибыль до уплаты процентов за кредит и налога на прибыль	<i>Динамика данного уровня прибыли за несколько периодов</i>
3	Экономическая рентабельность	$\frac{\text{Прибыль от продаж}}{\text{Авансированный капитал}} \times 100\%$
4	Финансовый рычаг	$\frac{\text{Заемный капитал}}{\text{Собственный капитал}}$
5	Эффект финансового рычага	$\text{ЭФР} = (1 - T) \times (\text{ЭР} - \text{ССП}) \times \frac{3K}{СК}$
6	Рентабельность собственного капитала	$P_{ск} = (1 - T) \times \text{ЭР} + \text{ЭФР}$
7	Коэффициент чистого оборотного капитала	$\frac{\text{Оборотные активы} - \text{Краткосрочные обязательства}}{\text{Выручка от реализации}} \times 100\%$
8	Коэффициент текущей ликвидности	$\frac{\text{Оборотные активы}}{\text{Краткосрочные обязательства}}$
9	Чистый денежный поток от основной деятельности	<i>Денежные поступления от основной деятельности (денежная выручка) – Денежные платежи</i>
10	Прибыль от продаж на одного работника	$\frac{\text{Прибыль от продаж}}{\text{Численность работающих}}$

При кажущейся простоте самой идеи ССП, карты и ключевых показателей (KPI) на практике данная технология значительно сложнее, чем бюджетирование, и предполагает управление фундаментальными факторами успеха – нематериальными активами.

Контрольные вопросы

1. Почему бюджетирование можно использовать как инструмент повышения эффективности управления предприятием?
2. Принципиальное отличие финансового планирования от бюджетирования и от контроллинга.
3. Связь бюджетирования со стратегией и тактикой финансового управления.
4. Назовите основные цели бюджетирования.
5. Принципы бюджетирования.
6. Классификация видов бюджетов.
7. Функции бюджетирования.
8. Классификация различных схем бюджетирования и их отличие.
9. Особенности управления на основе системы сбалансированных показателей.
10. Покажите взаимосвязь стратегического и оперативного финансового планирования на основе использования бюджетирования и управления на основе системы сбалансированных показателей.
11. Стратегические карты и особенности их разработки.

ГЛОССАРИЙ

А

АВАЛЬ (Aval) – форма финансового поручительства, по которому третья сторона (обычно коммерческий банк) гарантирует платеж по векселю, чеку или другому долговому обязательству. Аваль может быть распространен на всю сумму долгового обязательства или на определенную (заранее оговоренную) его часть. Поручитель (авалист) несет солидарную финансовую ответственность за своевременное и полное погашение обязательства с лицом, выдавшим долговой документ.

АГРЕССИВНАЯ ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПОЛИТИКА (Aggressive investment policy) – один из типов политики инвестирования, осуществляемой предприятием, который направлен на максимизацию текущего дохода от вложений в ближайшем периоде. При осуществлении этой политики оценке и учету уровня инвестиционного риска и возможностям роста рыночной стоимости предприятия в перспективе отводится вспомогательная роль. Формой реализации такой политики является формирование *агрессивного инвестиционного портфеля*.

АГРЕССИВНАЯ КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА (Aggressive credit policy) – форма кредитной деятельности предприятия, ставящая приоритетной целью максимум дополнительной прибыли за счет расширения продажи продукции в кредит, не считаясь с высоким уровнем кредитного риска, который сопровождает эти операции.

АГРЕССИВНАЯ ПОЛИТИКА ФОРМИРОВАНИЯ ОБОРОТНЫХ АКТИВОВ (Aggressive policy of working capital) – подход к формированию оборотных активов, заключающийся в максимизации всех форм резервов по отдельным их видам.

АКТИВЫ ЧИСТЫЕ (Net assets value) – совокупность имущественных ценностей (активов) предприятия, сформированных за счет собственного капитала.

АКЦИЯ (Stock, equity) – ценная бумага, свидетельствующая о внесении пая ее владельцем в капитал акционерного общества и дающая право на долю прибыли в форме дивиденда.

АЛЬТЕРНАТИВНЫЕ ИЗДЕРЖКИ (Opportunity costs) – потенциальный инвестиционный доход, упущенный инвестором в результате отказа от вложения капитала в альтернативный объект (инструмент) инвестирования.

АМОРТИЗАЦИОННАЯ ПОЛИТИКА (Depretiation policy) – часть общей политики формирования собственных финансовых ресурсов, заключающаяся в управлении амортизационными отчислениями от используемых основных средств и нематериальных активов с целью их реинвестирования в производственную деятельность. Основу амортизационной политики предприятия составляет применение различных методов начисления амортизации.

АНАЛИЗ ЧУВСТВИТЕЛЬНОСТИ ПРОЕКТА (Project sensitivity analysis) – метод оценки влияния отдельных исходных параметров реального инвестиционного проекта на конечные показатели его эффективности.

АННУИТЕТ (Annuity) – равномерные платежи или поступления денежных средств через одинаковые интервалы времени при использовании одинаковой ставки процента. Примером аннуитета могут быть равномерная уплата суммы процента по облигациям или сберегательным сертификатам, равномерная уплата взносов за арендуемое имущество или страховых взносов и т.п.

АРБИТРАЖ (АРБИТРАЖНАЯ ОПЕРАЦИЯ) (Arbitrage) – одновременная покупка и продажа определенного денежного или фондового инструмента на различных региональных финансовых рынках с целью получения прибыли от разницы в ценах, ставках процента, валютных курсах и т.п. Эффективность арбитражной операции обеспечивается при условии, что сумма *аживо* превышает сумму расходов по ней. Являясь одним из видов спекулятивных операций, арбитраж способствует выравниванию цен (ставок процента, валютных курсов и т.п.) на различных региональных финансовых рынках.

АРЕНДА (ЛИЗИНГ) (Lease) – основанное на договоре срочное возмездное владение и пользование имущественным комплексом (здание, помещение, оборудование, предприятие, земля, природные ресурсы, другое имущество).

АСИММЕТРИЧЕСКАЯ ИНФОРМАЦИЯ (Asymmetric information) – ситуация, в которой одна из сторон, участвующих в сделке, имеет об объекте инвестиции большую информацию, чем другая.

Б

БАЛАНСОВЫЙ ПЛАН (Balance plan) – один из основных видов текущего финансового плана предприятия, отражающий прогноз состава его активов и структуры используемых финансовых средств. Целью разработки балансового плана является определение возможности прироста отдельных активов с обеспечением их внутренней сбалансированности, а также формирование оптимальной *структуры капитала*, обеспечивающей высокую *финансовую устойчивость* предприятия в предстоящем периоде.

БЕЗВОЗВРАТНЫЙ ЗАЕМ (Forgivable loan) – заем, который заимодатель предоставляет предприятию, отказываясь от права на его погашение на определенных заранее согласованных условиях.

БЕЗРИСКОВАЯ НОРМА ДОХОДНОСТИ (Risk-free rate of return) – норма доходности по финансовым (инвестиционным) операциям, по которым отсутствует риск потери капитала или дохода. Этот показатель используется обычно как основа расчета реальной нормы доходности по финансовой операции с учетом премии за риск.

БЕЗРИСКОВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ОПЕРАЦИИ (Riskless financial transaction) – финансовые операции, по которым отсутствует реальный риск потери капитала или дохода и гарантировано получение расчетной реальной суммы прибыли.

БИЗНЕС (Business) – экономическая деятельность по ведению выгодного дела, являющегося источником получения прибыли.

БИЗНЕС-ПЛАН (Business plan) – представляет собой прогноз на пять лет предпринимательской деятельности, разработку ориентиров и реального плана финансово-коммерческих мероприятий. Задачей бизнес-плана является выявление проблем, с которыми столкнется предприниматель при реализации своих целей в изменчивой, неопределенной, конкурентной хозяйственной среде, и определение конкретных путей их решения.

БУДУЩАЯ СТОИМОСТЬ ДЕНЕГ (Future value) – инвестированные в настоящий момент денежные средства, в которые они превратятся через определенный период времени с учетом определенной ставки процента. Определение будущей стоимости денег

связано с процессом *наращивания стоимости*, осуществляемым по специальным алгоритмам.

БЮДЖЕТ (Budget) – оперативный финансовый план, разрабатываемый обычно в рамках до одного года, отражающий расходы и поступления средств по отдельным финансовым операциям или инвестиционным проектам. Разработка бюджетов характеризуется термином «бюджетирование» и направлено на решение двух основных задач: а) определение объема и состава расходов; б) обеспечение покрытия этих расходов финансовыми ресурсами из различных источников.

В

ВАЛОВАЯ МАРЖА (МАРЖИНАЛЬНАЯ ПРИБЫЛЬ) (Marginal profit, contribution) – один из важнейших показателей, используемых в *системе анализа «взаимосвязь издержек, объема реализации и прибыли»*. Маржинальная прибыль представляет собой разность между суммой чистого дохода от реализации продукции и суммой переменных издержек.

ВАЛОВОЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК (Gross cash flow) – вся совокупность поступления или расходования денежных средств предприятия в рассматриваемом периоде в разрезе отдельных временных интервалов.

ВАРИАТИВНЫЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК (Variative cash flow) – денежный поток предприятия, который в разрезе отдельных интервалов рассматриваемого периода времени характеризуется изменяющимися объемами.

ВЕКСЕЛЬ (Bill, bill of exchange) – ценная бумага, подтверждающая безусловное денежное обязательство должника (векселедателя) уплатить в установленный срок указанную сумму денег владельцу векселя (векселедержателю).

ВЕКСЕЛЬНАЯ СТАВКА (Bill rate) – процентная ставка, по которой вексель учитывается банком. Она позволяет определить стоимость векселя в текущий момент по отношению к его стоимости в предусмотренный день погашения. Размер вексельной ставки зависит от надежности векселя, т.е. уровня *кредитного риска*, которому подвергается его покупатель. Первоклассные финансовые векселя, эмитированные ведущими банками, учитываются по более низкой

вексельной ставке, чем товарные векселя, эмитированные предприятиями с неустойчивым финансовым состоянием.

ВЕНЧУРНОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ (Venture financing) – финансирование инвестиционных проектов за счет *венчурного капитала*.

«ВЕНЧУРНЫЙ» КАПИТАЛ; РИСКОВЫЙ КАПИТАЛ (Venture capital, risk capital) – капитал, инвестированный в проекты с высоким (по сравнению со среднерыночным) уровнем риска. При успешной реализации этих инвестиционных проектов «венчурный» капитал приносит более высокую прибыль его владельцу.

ВЕРОЯТНОСТЬ ФИНАНСОВОГО РИСКА (Probability of financial risk) – измеритель частоты возможного наступления неблагоприятного события, вызывающего финансовые потери предприятия.

ВНЕОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ (Capital / Long-lived assets) – активы, обеспечивающие долговременную работу предприятия.

ВНЕШНИЕ ИСТОЧНИКИ ФОРМИРОВАНИЯ ФИНАНСОВЫХ РЕСУРСОВ (External sources of financing) – состав привлекаемых со стороны собственных и заемных финансовых средств, обеспечивающих развитие предприятия (эмиссия акций и облигаций, привлечение финансового и товарного кредита и т.п.).

ВНУТРЕННИЕ ИСТОЧНИКИ ФОРМИРОВАНИЯ ФИНАНСОВЫХ РЕСУРСОВ (Internal sources of financing) – состав собственных и заемных финансовых средств, формируемых в рамках самого предприятия и обеспечивающих его развитие. Основными из этих источников являются прибыль, амортизационные отчисления и текущие обязательства по расчетам.

ВНУТРЕННЯЯ НОРМА РЕНТАБЕЛЬНОСТИ ИНВЕСТИЦИЙ (Internal rate of return) – характеризует интенсивность возврата затраченных средств на определенном интервале времени после их вложения за счет различных эффектов, возникающих в процессе использования этих средств.

ВРАЖДЕБНОЕ ПОГЛОЩЕНИЕ (Hostile takeover) – приобретение контрольного пакета акций компании ее конкурентами без предварительного согласования с Советом ее директоров (акционеров).

Г

ГОСУДАРСТВЕННАЯ ФИНАНСОВАЯ ПОЛИТИКА (State financial policy) – целенаправленное правовое регулирование отдельных аспектов финансовой деятельности субъектов хозяйственно-

вания со стороны государства в соответствии со стратегией и конкретными условиями его экономического развития.

ГРАНТ-ЭЛЕМЕНТ (Grant-element) – специальный показатель, позволяющий сравнить стоимость привлечения заемных средств (финансового кредита) на условиях отдельных коммерческих банков со средними условиями на финансовом рынке.

Д

ДЕЗИНВЕСТИЦИИ (Disinvestment) – изъятие части ранее инвестированного капитала путем продажи активов или недостаточность инвестирования основных средств предприятия, характеризующаяся отрицательной величиной показателя *чистых инвестиций*. Дезинвестиции ведут к снижению объема выпускаемой продукции вследствие проедания основного капитала.

ДЕНЕЖНЫЕ АКТИВЫ (Monetary assets, cash) – совокупная сумма денежных средств предприятия, находящихся в его распоряжении на определенную дату и представляющих собой его активы в форме готовых средств платежа (т.е. в форме абсолютной ликвидности).

ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК ПРЕДПРИЯТИЯ (Cash flow of company) – совокупность распределенных по отдельным интервалам рассматриваемого периода поступлений и выплат денежных средств, генерируемых его хозяйственной деятельностью, движение которых связано с факторами времени, риска и ликвидности.

ДЕПОЗИТ (Deposit) – денежные или другие виды активов предприятия, помещенные на хранение в финансово-кредитные учреждения с целью обеспечения их сохранности или получения дохода.

ДЕПОЗИТНЫЙ РИСК (Deposit risk) – риск возможного невозвращения полностью или частично. Он связан с неправильной оценкой и неудачным выбором банка или другого финансового учреждения для осуществления депозитных операций предприятия.

ДЕРИВАТИВ; ПРОИЗВОДНЫЙ ФИНАНСОВЫЙ ИНСТРУМЕНТ (Derivative, derivative instrument) – финансовый документ стандартной формы, относимый к разряду «производных ценных бумаг», который подтверждает право или обязательство его владельца купить или продать ценные бумаги, валюту, товары или нематериальные активы на заранее определенных им условиях в будущем периоде. Наиболее распространенными деривативами являются *опционы, свопы, форварды, фьючерсные контракты* и др.

ДЕФИЦИТНЫЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК (Deficit cash flow) – характер денежного потока предприятия, при котором поступление денежных средств существенно ниже его реальных потребностей в целенаправленном их расходовании.

ДЕФОЛТ (Default) – объявление заемщика о своей неспособности погасить в предусмотренные сроки свои финансовые обязательства.

ДИВЕРСИФИКАЦИЯ (Diversification) – разнообразие форм деятельности, видов товаров и услуг, групп используемых финансовых инструментов с целью минимизации финансовых рисков.

ДИВИДЕНДНАЯ ПОЛИТИКА (Dividend policy) – часть общей финансовой стратегии акционерного общества, заключающаяся в оптимизации пропорций между потребляемой и капитализируемой частями полученной им прибыли с целью обеспечения роста рыночной стоимости акций.

ДИСКОНТИРОВАНИЕ СТОИМОСТИ (Discounting) – процесс приведения будущей стоимости денег (финансового инструмента) к настоящей их стоимости. Процесс дисконтирования стоимости осуществляется как по простым, так и по сложным процентам.

ДОЛГОВОЕ (ЗАЕМНОЕ) ФИНАНСИРОВАНИЕ (Debt financing) – финансирование через получение кредитов, займов, выпуск облигаций.

ДЮПОНОВСКАЯ СИСТЕМА ФИНАНСОВОГО АНАЛИЗА (Du Point system of financial analysis) – система углубленного интегрального финансового анализа деятельности предприятия, основой которого является «*модель Дюпона*». Эта система финансового анализа предусматривает разложение показателя «коэффициент рентабельности собственного капитала» на ряд частных финансовых коэффициентов его формирования, взаимосвязанных в единой системе.

ДЮРАЦИЯ (Duration) – средневзвешенный срок полного погашения финансового инструмента инвестирования, платежи по которому осуществляются в разрезе отдельных интервалов общего периода его обращения.

Ж

ЖИЗНЕННЫЙ ЦИКЛ ПРОДУКЦИИ (ТЕХНОЛОГИИ) (Commercial life-cycle) – определенный период, в течение которого продукция (технология) обладает жизнеспособностью на рынке и обеспечивает достижение инновационных целей предприятия.

3

ЗАЕМНЫЙ КАПИТАЛ (Debt sources of financing) – привлекаемые для финансирования развития предприятия на возвратной основе денежные средства и другое имущество. Заемный капитал классифицируется по видам, срокам использования и другим признакам. Все формы заемного капитала, используемого предприятием, представляют собой его финансовые обязательства, подлежащие погашению в предусмотренные сроки.

ЗАЛОГ (Collareteral) – форма обеспечения финансовых обязательств, основанная на праве одного лица сохранять в своей собственности имущество, принадлежащее другому лицу, пока его финансовые претензии к владельцу этого имущества не будут удовлетворены. Предметом залога могут быть как имущество, так и имущественные права.

ЗАПАС ФИНАНСОВОЙ ПРОЧНОСТИ (Margin of financial safety) – допустимый размер снижения объема реализации продукции при неблагоприятной конъюнктуре рынка, который позволяет предприятию осуществлять прибыльную деятельность.

ЗОНЫ ФИНАНСОВЫХ РИСКОВ (Zones of financial risks) – группировка финансовых рисков по уровню возможных финансовых потерь. В финансовом менеджменте выделяют обычно четыре таких зоны рисков: 1) безрисковая зона; 2) зона допустимого риска (с возможными потерями в размере расчетной суммы прибыли; 3) зона критического риска (с возможными потерями суммы понесенных текущих затрат); 4) зона катастрофического риска (с возможными потерями всего или значительной части собственного капитала).

И

ИЗБЫТОЧНЫЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК (Superfluous cash flow) – характер денежного потока предприятия, при котором поступление денежных средств существенно превышает реальную потребность предприятия в целенаправленном их расходовании.

ИЗДЕРЖКИ РАЗМЕЩЕНИЯ (Floatation costs) – затраты, связанные с размещением ценных бумаг на первичном фондовом рынке в процессе *андеррайтинга*.

ИММОБИЛИЗАЦИЯ ОБОРОТНЫХ АКТИВОВ (Current assets immobilization) – отвлечение оборотных активов для операций,

связанных с финансированием основных средств, нематериальных активов, портфеля долгосрочных финансовых вложений и т.п. Такая иммобилизация может быть оправдана при существенном ускорении оборота оборотных активов, значительном снижении объема операционной (производственно-коммерческой) деятельности и в других аналогичных случаях, определяющих сокращение потребности в оборотных активах. Если же потребность предприятия в оборотных активах не сокращается, то их иммобилизация приводит к снижению уровня платежеспособности и нарушению *операционного цикла*.

ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПРОГРАММА (Investment program) – обособленная часть реализуемого портфеля реальных инвестиций предприятия, сформированная из инвестиционных проектов, сгруппированных по отраслевому, региональному или иному признаку в целях удобства управления. Инвестиционная программа представляет собой целостный объект управления.

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ПРОЕКТ (Investment project) – документально оформленное проявление инвестиционной инициативы хозяйствующего субъекта, предусматривающее вложение капитала в определенный объект реального инвестирования, направленное на реализацию детерминированных во времени определенных инвестиционных целей и получение планируемых результатов.

ИНДОССАМЕНТ (Endorsement) – передаточная надпись на переводном векселе, оформляющая перевод права получения долга по нему на другое лицо.

ИНФЛЯЦИОННАЯ ПРЕМИЯ (Inflation premium) – дополнительный доход, выплачиваемый (или предусмотренный к выплате) инвестору с целью возмещения его потерь от обесценения денег в связи с инфляцией. Уровень этого дохода обычно приравнивают к темпу инфляции.

ИНФЛЯЦИОННЫЙ РИСК (Inflation risk) – один из видов финансовых рисков, заключающийся в возможности обесценения денежных активов, а также доходов и прибыли предприятия в связи с инфляционными процессами в экономике страны.

ИПОТЕКА (Mortgage, mort) – залог недвижимого имущества, земли в обеспечение финансовых обязательств по ипотечному кредиту. Ипотечный кредит может служить источником финансирования нового строительства при условии, что этот объект является предметом ипотеки.

ИПОТЕЧНЫЙ БАНК (Mortgage bank) – банк, специализирующийся на предоставлении ипотечного кредита, перепродаже ипотек и других услугах, связанных с операциями *ипотеки*.

ИРО-финансирование (Initial Public Offering) – финансирование деятельности предприятия за счет дополнительной эмиссии акций, в том числе на основе открытого публичного размещения.

К

КАПИТАЛИЗАЦИЯ (Capitalization) – перевод вновь сформированных доходов (или определенной их части) в капитал. В финансовом менеджменте наиболее распространенными операциями капитализации доходов являются: капитализация чистой прибыли (направление определенной ее части на производственное развитие); капитализация чистого денежного потока от инвестиций (его *реинвестирование*); капитализация суммы депозитного процента (его направление на прирост депозитного вклада); капитализация дивидендов (путем осуществления дивидендных выплат в форме новых акций) и др.

КАПИТАЛОЕМКОСТЬ (Capital capacity) – удельный расход капитала на осуществление какой-либо деятельности, проведение каких-либо типичных финансовых операций и т.п.

КАПИТАЛЬНЫЙ БЮДЖЕТ (Capital budget) – форма представления результатов текущего или оперативного финансового плана капитальных вложений (финансового обеспечения реализации инвестиционного проекта), разрабатываемого на этапе осуществления нового строительства, реконструкции и модернизации основных средств, приобретения новых видов оборудования и нематериальных активов и т.п. Он состоит из двух разделов: 1) капитальные затраты (затраты на приобретение *внеоборотных активов*); 2) источники поступления средств (*инвестиционных ресурсов*).

КАТАСТРОФИЧЕСКИЙ ФИНАНСОВЫЙ РИСК (Catastrophic financial risk) – риск, связанный с вероятностью потери всего или значительной части собственного капитала и вызывающий реальную угрозу банкротства предприятия. В наибольшей степени такой уровень риска возникает при осуществлении сомнительных инвестиционных операций.

КАЧЕСТВО ЧИСТОГО ДЕНЕЖНОГО ПОТОКА (Quality of net cash flow) – обобщенная характеристика основного источника

роста чистого денежного потока предприятия. Высокое качество чистого денежного потока характеризуется его возрастанием за счет чистой прибыли от операционной деятельности, в первую очередь – за счет роста выпуска продукции и снижения ее себестоимости.

КОВАРИАЦИЯ (Covariation) – статистическая характеристика, иллюстрирующая меру сходства (или различий) двух рассматриваемых величин в динамике, амплитуде и направлении изменений. В финансовом менеджменте расчет ковариации осуществляется в процессе оценки уровня портфельного риска и подбора в него активов, которые сводят несистематический риск инвестиционного портфеля к минимуму (за счет включения в него активов с разной амплитудой колебаний). Оценка ковариации осуществляется на основе коэффициента корреляции.

КОМПАУНДИНГ (Advence, compaunding) – процесс перехода от сегодняшней (текущей) стоимости капитала к его будущей стоимости.

КОНСЕРВАТИВНАЯ ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПОЛИТИКА (Trade-off investment policy) – один из типов политики инвестирования, осуществляемой предприятием, который направлен на минимизацию инвестиционного риска как приоритетной цели. При осуществлении этой политики инвестор не стремится ни к максимизации размера текущего дохода от инвестиции, ни к максимизации прироста капитала (а соответственно, максимизации темпов роста рыночной стоимости капитала), а заботится лишь о безопасности своих вложений. Формой реализации такой политики является создание *консервативного инвестиционного портфеля*.

КОНСЕРВАТИВНАЯ КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА (Trade-off credit policy) – форма кредитной деятельности предприятия, ставящая приоритетной целью минимизацию его кредитного риска.

КОНСЕРВАТИВНАЯ ПОЛИТИКА ФОРМИРОВАНИЯ ОБОРОТНЫХ АКТИВОВ (Trade-off policy of working capital forming) – политика формирования оборотных активов предприятия, заключающаяся в обеспечении полного удовлетворения потребности во всех их видах и создании высоких страховых их размеров.

КОНЬЮНКТУРА ФИНАНСОВОГО РЫНКА (Conjuncture of financial market) – система факторов (условий), характеризующих текущее состояние спроса, предложения, цен и уровня конкуренции на финансовом рынке в целом или отдельных его сегментах. Для конъюнктуры финансового рынка в целом и отдельных его сегментов

характерны следующие четыре стадии: подъем конъюнктуры; конъюнктурный бум; ослабление конъюнктуры; конъюнктурный спад.

КОЭФФИЦИЕНТ СООТНОШЕНИЯ РЫНОЧНОЙ ЦЕНЫ АКЦИИ И ДОХОДА ПО НЕЙ (Price-earning ratio) – один из важнейших показателей оценки инвестиционных качеств акции, характеризующий период окупаемости вложенных в нее средств инвестора. Проведение такой оценки требует предварительной группировки активов предприятия по уровню ликвидности, а его финансовых обязательств – по срочности погашения.

КОЭФФИЦИЕНТ ФИНАНСОВОГО РЫЧАГА – соотношение между заемным и собственным капиталом.

КОЭФФИЦИЕНТЫ ОЦЕНКИ РЕНТАБЕЛЬНОСТИ (ПРИБЫЛЬНОСТИ) (Profitability ratios) – система показателей, характеризующих способность предприятия генерировать необходимую прибыль в процессе своей хозяйственной деятельности и определяющих общую эффективность использования активов и вложенного капитала. Для проведения такой оценки используются следующие основные показатели: коэффициент рентабельности активов (коэффициент экономической рентабельности); коэффициент рентабельности собственного капитала (коэффициент финансовой рентабельности); коэффициент рентабельности реализации продукции (коэффициент коммерческой рентабельности); коэффициент рентабельности текущих затрат и др.

КОЭФФИЦИЕНТЫ ОЦЕНКИ ФИНАНСОВОЙ УСТОЙЧИВОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ (Financial stability ratios) – система показателей, характеризующих структуру используемого капитала предприятия с позиций степени финансовой стабильности его развития в предстоящем периоде. Для проведения такой оценки используются следующие основные показатели: коэффициент автономии; коэффициент финансирования; коэффициент долгосрочной финансовой независимости.

КРАТКОСРОЧНЫЕ КРЕДИТЫ (Short-term credits) – кредиты, привлекаемые предприятием из разных источников и в разных формах (финансовой, товарной и т.п.) на срок от одного года для финансирования оборотных активов. На современном этапе краткосрочные кредиты составляют подавляющую часть используемых предприятием заемных средств.

КРАТКОСРОЧНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ИНВЕСТИЦИИ (Short-term financial investment) – инвестиции предприятия в раз-

личные финансовые инструменты на период до одного года. Основными формами краткосрочных финансовых вложений являются: приобретение краткосрочных облигаций, краткосрочных сберегательных сертификатов, векселей, помещение средств на депозитный вклад (до одного года) и т.п. Краткосрочные финансовые вложения представляют собой форму временного использования свободных денежных активов предприятия с целью защиты их от инфляции и получения дохода.

КРАТКОСРОЧНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА (Short-term liabilities) – все виды используемых предприятием заемных финансовых средств со сроком погашения основной суммы долга до одного года (краткосрочные банковские кредиты; краткосрочные ссуды небанковских учреждений; эмитированные краткосрочные облигации предприятия; эмитированные векселя; полученные товарные кредиты; различные формы внутренней кредиторской задолженности и т.п.).

КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА (Credit policy) – разрабатываемый предприятием механизм *управления дебиторской задолженностью*. Производственно-коммерческие предприятия формируют кредитную политику при предоставлении покупателям товарного (коммерческого) или потребительского кредита.

КРЕДИТНЫЙ ЛИМИТ (Credit limit) – а) предельный уровень финансовых отношений по поводу кредита, который кредитор готов поддерживать с заемщиком (например, банк при открытии предприятию кредитной линии; предприятие при предоставлении клиенту товарного или потребительского кредита и т.п.); б) верхний предел использования предприятием кредитных средств в своем хозяйственном обороте, который оно устанавливает в системе разрабатываемых внутренних финансовых нормативов (в этом случае он устанавливается с учетом *эффекта финансового левериджа*, обеспечения необходимой *финансовой устойчивости* предприятия и *предельной стоимости капитала*).

КРЕДИТНЫЙ РИСК (Credit risk) – вероятность возникновения непредвиденных финансовых потерь, связанных с невозвратом долга по предоставленному кредиту. Для банков кредитный риск возникает при предоставлении финансового кредита, а для производственно-коммерческих предприятий – при предоставлении товарного (коммерческого) или потребительского кредита.

КРЕДИТНЫЙ РЫНОК (Credit market) – один из видов финансового рынка, на котором объектом купли-продажи выступают свободные кредитные ресурсы и отдельные обслуживающие их финансовые инструменты, обращение которых осуществляется на условиях возвратности и уплаты процента.

КРЕДИТОСПОСОБНОСТЬ ХОЗЯЙСТВУЮЩЕГО СУБЪЕКТА (Creditworthiness) – наличие у него предпосылок для получения кредита и его возврата в срок. Кредитоспособность заемщика характеризуется его аккуратностью при расчетах по ранее полученным кредитам, текущим финансовым состоянием и возможностью при необходимости мобилизовать денежные средства из различных источников.

Л

ЛЕВЕРИДЖ (Leverage) – финансовый механизм управления формированием прибыли, основанный на обеспечении необходимого соотношения отдельных видов капитала или отдельных видов затрат. Различают *финансовый леверидж* (механизм воздействия на уровень рентабельности собственного капитала на изменения соотношения собственных и заемных финансовых средств, используемых предприятием) и *операционный леверидж* (механизм воздействия на сумму и уровень прибыли за счет изменения структуры затрат предприятия).

ЛИЗИНГ (Leasing) – форма долгосрочной аренды, связанная с передачей в пользование оборудования, транспортных средств и другого движимого и недвижимого имущества, кроме земельных участков и других природных объектов.

ЛИКВИДНОСТЬ (Liquidity) – термин, характеризующий способность отдельных видов имущественных ценностей быть быстро конверсируемыми в денежную форму без потери своей текущей стоимости в условиях сложившейся конъюнктуры рынка. В финансовом менеджменте этот термин наиболее часто используется при характеристике отдельных активов, находящихся на балансе предприятия, или отдельных объектов инвестиций.

ЛИКВИДНОСТЬ АКТИВА (Assets) – его способность превращаться в деньги, т.е. способность актива пройти кругооборот и в конечном итоге принять денежную форму; возможность продать актив на рынке быстро при небольшом риске потерь. Уровень лик-

видности предприятия в целом определяется как степень покрытия обязательств предприятия его активами, срок превращения которых в денежную форму соответствует сроку погашения обязательств.

Для оценки уровня ликвидности предприятия используются специальные коэффициенты:

- коэффициент абсолютной ликвидности – отношение суммы абсолютно ликвидных активов фирмы к сумме ее текущих пассивов, т.е. краткосрочных обязательств;
- коэффициент относительной (срочной) ликвидности – отношение суммы абсолютно ликвидных активов и дебиторской задолженности к сумме текущих пассивов;
- коэффициент текущей ликвидности (покрытия баланса) организации – отношение суммы оборотных активов к сумме текущих пассивов организации. Если этот коэффициент равен единице, то текущие активы организации полностью покрывают ее текущие обязательства, что является номинальной гарантией полного погашения обязательств перед кредиторами организации в случае ее ликвидации.

ЛИКВИДНОСТЬ ИНВЕСТИЦИЙ (Investment liquidity) – характеристика отдельных объектов инвестирования (как реальных, так и финансовых) по их способности быть реализованными в течение короткого периода времени без потери своей реальной стоимости при изменении ранее принятых инвестиционных решений.

ЛИМИТИРОВАНИЕ (Limitation) – установление лимита, т.е. предельных сумм расходов, продажи, кредита и т.п. Лимитирование является важным средством снижения степени риска и применяется банками при выдаче ссуд при заключении договора на овердрафт и т.п.; хозяйствующим субъектом – при продаже товаров в кредит (по кредитным карточкам), по дорожным чекам и еврочекам и т.п.; инвестором – при определении сумм вложения капитала и т.п.

М

МЕТОД АНАЛИЗА СЦЕНАРИЕВ ПРОЕКТА (Project scenario analysis) – один из методов оценки уровня проектных рисков, позволяющий учесть одновременное возможное изменение нескольких исходных параметров реального инвестиционного проекта на конечные показатели его эффективности.

МЕТОД «ДЕРЕВА РЕШЕНИЙ» (Tree-decision method) – один из методов оценки уровня проектных рисков, позволяющих охарак-

теризовать их по отдельным последовательным этапам осуществления реального инвестиционного проекта.

МЕТОД МОНТЕ-КАРЛО (Monte-Carlo simulation) – метод имитационного моделирования вариантов реализации реального инвестиционного проекта, позволяющий определить весь диапазон проектных рисков при заданных исходных параметрах проекта.

МЕТОД СТОИМОСТИ ЗАМЕЩЕНИЯ (Replacemet metod) – один из методов оценки стоимости активов целостного имущественного комплекса, основанный на определении стоимости затрат, необходимых для воссоздания всех аналогичных активов, входящих в состав имущества предприятия. При этом калькулируются все виды затрат, связанных со строительством, приобретением и установкой каждого вида актива (стоимость проектных работ, материалов, расходов на оплату труда и т.п.). Для получения обобщающей оценки стоимости целостного имущественного комплекса к стоимости замещения всех материальных и нематериальных активов прибавляется сальдо между финансовыми активами и финансовыми обязательствами предприятия.

МЕТОДЫ ПЛАНИРОВАНИЯ (Planing methods) – конкретные способы и приемы расчетов показателей.

Балансовый метод заключается в том, что путем построения балансов достигается увязка имеющихся в наличии финансовых ресурсов и фактической потребности в них. Применяется прежде всего при планировании распределения прибыли и других финансовых ресурсов, планировании потребности поступлений средств в финансовые фонды.

Метод оптимизации плановых решений сводится к разработке нескольких вариантов плановых расчетов с тем, чтобы выбрать наиболее оптимальный из них. При этом могут применяться разные критерии выбора: минимум приведенных затрат, максимум приведенной прибыли, минимум текущих затрат и т.п.

Нормативный метод планирования заключается в том, что на основе заранее установленных норм и технико-экономических нормативов рассчитывается потребность хозяйствующего субъекта в финансовых ресурсах и их источниках (например, ставки налогов, ставки тарифных взносов и сборов, нормы амортизационных отчислений, нормативы потребности в оборотных средствах и др.).

Расчетно-аналитический метод планирования заключается в том, что на основе анализа достигнутой величины финансового по-

казателя, принимаемого за базу, и индексов его изменения в плановом периоде рассчитывается плановая величина этого показателя.

Экономико-математическое моделирование позволяет найти количественное выражение взаимосвязей между финансовыми показателями и факторами, их определяющими. Эта связь выражается через экономико-математическую модель, которая представляет собой точное математическое описание экономического процесса, т.е. описание факторов, характеризующих структуру и закономерности изменения данного экономического явления с помощью математических символов и приемов (уравнений, неравенств, таблиц, графиков и т.п.).

МОДЕЛЬ АЛЬТМАНА (Altman model) – алгоритм интегральной оценки угрозы банкротства предприятия, основанный на комплексном учете важнейших показателей, диагностирующих кризисное финансовое его состояние.

МОДЕЛЬ БАУМОЛЯ (Baumol model) – алгоритм, позволяющий оптимизировать размер среднего остатка денежных активов предприятия с учетом объема его платежного оборота, средней ставки процентного дохода по краткосрочным финансовым вложениям и средней суммы затрат по операциям краткосрочного инвестирования.

МОДЕЛЬ ДЮПОНА (Du Pont model) – показывает коэффициент рентабельности акционерного капитала как произведение коммерческой маржи по чистой прибыли, коэффициента трансформации и финансового рычага.

МОДЕЛЬ МИЛЛЕРА – ОРРА (Miller – Orr model) – порядок оптимизации размера среднего и максимального остатков денежных активов предприятия с учетом объема его платежного оборота, стоимости обслуживания краткосрочных финансовых вложений и средней ставки процентного дохода по ним.

МОДЕЛЬ СТРАТЕГИЧЕСКОЙ ФИНАНСОВОЙ ПОЗИЦИИ ПРЕДПРИЯТИЯ (Strategic financial position of company model) – продукт *стратегического финансового анализа*, который всесторонне и комплексно характеризует предпосылки и возможности финансового развития предприятия в каждой из стратегически доминантных сфер его финансовой деятельности.

МОДЕЛЬ ФИНАНСОВОГО РАВНОВЕСИЯ ПРЕДПРИЯТИЯ (Financial balance model) – подход, позволяющий балансировать положительный и отрицательный потоки финансовых ресурсов и обеспечивать финансовое равновесие предприятия в долгосрочной перспективе.

МОНИТОРИНГ ФИНАНСОВОГО РЫНКА (Monitoring of financial market) – осуществление постоянного наблюдения условий и показателей развития финансового рынка в разрезе отдельных его сегментов с целью текущей оценки и прогнозирования его конъюнктуры.

Н

НАСТОЯЩАЯ СТОИМОСТЬ ДЕНЕГ (Present value) – стоимость денег в текущем периоде при их обратном пересчете из *будущей стоимости* в процессе *дисконтирования стоимости*. В финансовом менеджменте расчет настоящей стоимости денег осуществляется при оценке предстоящего дохода от их вложений (инвестирования) и других финансовых операциях.

НЕМАТЕРИАЛЬНЫЕ АКТИВЫ (Intangible assets) – стоимость объектов промышленной и интеллектуальной собственности и иных имущественных прав.

НЕПРИЯТИЕ РИСКА (Risk aversion) – менталитет собственников или менеджеров предприятия, который не приемлет ведение хозяйственных операций с высоким уровнем риска даже в тех случаях, когда они сопровождаются высоким уровнем прибыли. Неприятие риска определяет осуществление консервативной финансовой политики по всем основным аспектам хозяйственной деятельности предприятия, а также необходимость осуществления обширного комплекса мер по профилактике и нейтрализации негативных финансовых последствий различных видов рисков.

НЕСИСТЕМАТИЧЕСКИЙ РИСК – риск, оказывающий влияние на отдельные активы, такой риск называется универсальным или риском специфических активов. В качестве несистематического риска можно назвать какие-либо чрезвычайные события на конкретном предприятии (пожар, который уничтожил значительную часть активов). Явно, котировки такого предприятия упадут, ожидания выплат дивидендов сменятся на обратные.

НОМИНАЛЬНАЯ СТОИМОСТЬ ФИНАНСОВОГО ИНСТРУМЕНТА (Face value of financial instrument) – цена, обозначенная на конкретном финансовом инструменте (по долговым ценным бумагам, таким как облигации, векселя и т.п., – их гарантированная стоимость при погашении).

О

ОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ (Current assets) – это совокупность оборотного капитала (оборотные фонды) и оборотных средств (фонды обращения).

ОБЩАЯ СУММА ДОЛГА (Total debts) – сумма всех внешних и внутренних финансовых обязательств предприятия на определенную дату.

ОБЯЗАТЕЛЬСТВА (Liabilities) – совокупность финансовых требований к предприятию, подлежащих погашению в предстоящем периоде. В составе краткосрочных обязательств выделяют неотложные обязательства (со сроком погашения до одного месяца). Такая группировка обязательств используется для оценки и управления платежеспособностью предприятия.

ОПЕРАЦИОННЫЙ ЛЕВЕРИДЖ (Operating leverage) – финансовый механизм управления прибылью предприятия за счет оптимизации соотношения постоянных и переменных издержек. Результат этого управления оценивается с помощью показателя *«эффект операционного левериджа»*, или *силы воздействия операционного (производственного) рычага*.

ОПЕРАЦИОННЫЙ ОСТАТОК ДЕНЕЖНЫХ АКТИВОВ (Transactions balance of monetary assets) – основная часть текущего запаса денежных средств предприятия, аккумулируемого с целью обеспечения выплат по текущим обязательствам, связанным с осуществлением основной деятельности предприятием.

ОПТИМИЗАЦИЯ СОСТАВА АКТИВОВ (Assets structure optimization) – процесс определения соотношения отдельных видов активов, обеспечивающего наилучшие условия производственно-коммерческой деятельности при высоком уровне ликвидности.

ОПТИМИЗАЦИЯ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА (Capital structure optimization) – процесс определения соотношения использования собственного и заемного капитала, при котором обеспечиваются оптимальные пропорции между уровнем рентабельности собственного капитала и уровнем финансовой устойчивости, т.е. максимизируется рыночная стоимость предприятия.

ОТРИЦАТЕЛЬНЫЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК (Negative cash flow) – совокупность выплат денежных средств предприятием в процессе осуществления всех видов его хозяйственной деятельности.

ОЦЕНКА ЭФФЕКТИВНОСТИ РЕАЛЬНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ (Real investment effectiveness estimate) – система принципов и показателей, определяющих эффективность выбора для реализации отдельных реальных инвестиционных проектов. Основными показателями, используемыми в процессе такой оценки, являются: чистый приведенный доход, внутренняя ставка (норма) доходности, период окупаемости и др.

П

ПАССИВЫ ПРЕДПРИЯТИЯ (Liabilites) – совокупность долгов и обязательства предприятия, состоящие из заемных и привлеченных средств, включая кредиторскую задолженность.

ПЛАВАЮЩАЯ СТАВКА ПРОЦЕНТА (Floating rate) – регулярно пересматриваемая в соответствии с условиями кредитного (депозитного) соглашения ставка процента с учетом темпа инфляции и других факторов.

ПЛАН ДОХОДОВ И РАСХОДОВ ПРЕДПРИЯТИЯ (Operating income – expenses plan) – один из основных видов текущего финансового плана предприятия, составляемый на первоначальном этапе этого планирования (так как ряд его показателей служит информационной базой разработки других видов финансового плана). Целью разработки этого плана является определение суммы чистой прибыли от основной деятельности предприятия.

ПЛАН ПОСТУПЛЕНИЯ И РАСХОДОВАНИЯ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ (Cash income-expenses plan) – один из основных видов текущего финансового плана предприятия, отражающий результаты прогнозирования его денежных потоков. Целью разработки этого плана является обеспечение постоянной платежеспособности предприятия на всех этапах планового периода.

ПЛАТЕЖЕСПОСОБНОСТЬ (Solvency) – способность предприятия своевременно рассчитываться по своим финансовым обязательствам за счет достаточного наличия готовых средств платежа (остатка денежных средств) и других ликвидных активов.

ПЛАТЕЖНЫЙ КАЛЕНДАРЬ (Schedule of payments) – один из видов оперативного финансового плана предприятия, разрабатываемый по отдельным видам движения денежных средств (налоговый платежный календарь, платежный календарь по расчетам с поставщиками, платежный календарь по обслуживанию кредита и т.п.)

и по предприятию в целом (в этом случае он детализирует текущий финансовый план поступления и расходования денежных средств).

ПОЛОЖИТЕЛЬНЫЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК (Positive cash flow) – поступление денежных средств на предприятие от всех видов хозяйственных операций.

ПОРОГ РЕНТАБЕЛЬНОСТИ (Break-even point) – показатель, характеризующий объем реализации продукции, при котором выручка от реализации продукции равна общей сумме издержек.

ПОРТФЕЛЬ (Portfolio) – совокупность собранных воедино различных инвестиционных ценностей, служащих инструментом для достижения конкретной инвестиционной цели вкладчика. В портфель могут входить ценные бумаги одного типа (акции) или различные инвестиционные ценности (акции, облигации, сберегательные и депозитные сертификаты, залоговые свидетельства, страховой полис и др.).

ПОРТФЕЛЬНЫЕ ИНВЕСТИЦИИ (Portfolio investment) – связаны с формированием портфеля и представляют собой приобретение ценных бумаг и других активов. Экономисты используют концептуальное понятие для обозначения совокупности активов, составляющих богатство отдельного индивида.

ПОРУЧИТЕЛЬСТВО (Quarantee) – обязательство, принимаемое на себя одним лицом по исполнению обязательств другого лица в случае несостоятельности последнего обеспечить выплату долга в полном объеме и в предусмотренные сроки.

ПОТОК ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ (Cash flow) – представляет собой разность между полученными и выплаченными предприятием денежными средствами за определенный период.

ПОТОК ПЛАТЕЖЕЙ (Payment flow) – последовательность осуществления расчетных денежных операций по инкассации долга (положительный поток) и погашению своих финансовых обязательств (отрицательный поток) в определенном периоде с указанием срока и размера платежей.

ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЙ КРЕДИТ (Consumer credit) – розничная продажа товаров индивидуальным покупателям с предоставлением отсрочки платежа на определенную часть их стоимости.

ПРЕДВАРИТЕЛЬНОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ (Advance financing) – авансовое представление банком части средств по долгосрочному финансовому кредиту до его оформления на заранее согласованных условиях.

ПРЕМИЯ ЗА РИСК (Risk premium) – дополнительный доход, выплачиваемый (или предусмотренный к выплате) инвестору сверх того уровня, который может быть получен по безрисковым финансовым операциям.

ПРИБЫЛЬ (Earnings):

Нераспределенная прибыль (Retained profit) – та часть прибыли, которая не выплачивается акционерам в форме дивидендов, остается на предприятии для целей развития.

Нормальная прибыль (Normal profit) – издержки предпринимателя, не включенные в затраты, не отраженные в предпринимательских издержках согласно бухгалтерской документации, условно включенные в бухгалтерскую прибыль. Представляет собой минимально необходимую прибыль для возмещения неучтенных издержек самого предпринимателя (затрат его труда, использования личного имущества).

Прибыль от продаж (Earnings before interest and tax) – разница между выручкой от реализации и общими затратами.

Чистая прибыль (Net profit) – прибыль, остающаяся после уплаты налогов и других аналогичных платежей.

Экономическая прибыль (Economy profit) – разница между доходами и экономическими издержками, включающими наряду с общими издержками альтернативные (вмененные) издержки; исчисляется как разность между бухгалтерской и нормальной прибылью предпринимателя. Экономическая прибыль меньше бухгалтерской на величину некомпенсированных собственных издержек предпринимателя, не учтенных в себестоимости, в которые иногда включают упущенные возможности.

ПРОГНОЗИРОВАНИЕ – разработка на длительную перспективу изменений финансового состояния объекта в целом и его частей. Прогнозирование, в отличие от планирования, не ставит задачу непосредственно осуществить на практике разработанные прогнозы. Эти прогнозы представляют собой предвидение соответствующих изменений. Особенностью прогнозирования является также альтернативность в построении финансовых показателей и параметров, определяющая вариантность развития финансового состояния объекта управления на основе наметившихся тенденций.

ПРОЕКТНОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ (Project financing) – процесс выбора источников формирования инвестиционных ресур-

сов, необходимых для реализации проекта в предусматриваемом объеме, а также обеспечение наилучших условий их привлечения.

ПРОЕКТНЫЙ РИСК (Projekt risk) – совокупный риск реализации реального инвестиционного проекта, интегрирующий все виды его индивидуальных рисков.

ПРОЦЕНТНЫЙ РИСК (Interest risk) – один из видов финансовых рисков, характеризующий вероятность возникновения финансовых потерь, связанных с изменением средней ставки процента на финансовом рынке. Этот риск генерируется изменением конъюнктуры финансового рынка, мерами государственного его регулирования, изменением объема предложения свободных денежных ресурсов и другими аналогичными факторами.

ПРЯМЫЕ ИНВЕСТИЦИИ (Real investment) – вложения в уставный капитал хозяйствующего субъекта с целью извлечения дохода и получения прав на участие в управлении данным хозяйствующим субъектом.

Р

РЕАЛЬНЫЕ ИНВЕСТИЦИИ (см. Прямые инвестиции).

«РЕВОЛЬВЕРНЫЙ КРЕДИТ», АВТОМАТИЧЕСКИ ВОЗОБНОВЛЯЕМЫЙ КРЕДИТ (Open-end credit) – один из видов финансового кредита, предоставляемого на определенный период, в течение которого разрешается как поэтапная «выборка» кредитных средств, так и поэтапное частичное или полное погашение обязательств по нему.

РЕИНВЕСТИРОВАНИЕ (Reinvestment) – перемещение капитала из одних активов в другие более эффективные объекты инвестирования в процессе инвестиционной деятельности предприятия.

РЕНОВАЦИЯ (Renovation) – процесс замещения физически и морально изношенных производственных основных средств новыми их видами. Как правило, в форме реновации осуществляется простое воспроизводство активной части производственных основных средств (их модернизация или замена).

РЕОРГАНИЗАЦИЯ ПРЕДПРИЯТИЯ (Company reorganization) – имущественная трансформация отдельных хозяйствующих субъектов, сопровождаемая преобразованием их организационно-правового статуса, с целью наиболее эффективного осуществления хозяйственной деятельности.

РЕСТРУКТУРИЗАЦИЯ (Rescheduling) – изменение структуры чего-либо по определенным параметрам (сроку, назначению, величине, льготам, выплатам и т.д.) в связи с изменившимися условиями и в целях позитивного решения проблемы. Один из методов антикризисного управления (реструктуризация долгов, предприятия, финансов, технологии, персонала и пр.).

РЕСУРСЫ (Sources) – необходимые средства (материальные и нематериальные) для выполнения какой-либо работы и получения ее результата.

РЕФИНАНСИРОВАНИЕ ДЕБИТОРСКОЙ ЗАДОЛЖЕННОСТИ (Receivable refinancing) – система финансовых операций, обеспечивающих ускоренную конверсию дебиторской задолженности в денежные активы. Основными формами рефинансирования дебиторской задолженности, применяемыми в настоящее время, являются: а) факторинг; б) учет векселей; в) форфейтинг.

РИСК (Risk) – вероятность наступления потерь (убытков). В зависимости от возможного результата риски можно подразделить на несколько групп:

- **чистые риски** – возможность получения отрицательного или нулевого результата;
- **спекулятивные риски** – возможность получения как положительного, так и отрицательного результата;
- **финансовые риски** – коммерческие спекулятивные риски, связанные с вероятностью потерь финансовых ресурсов, т.е. денежных средств, в результате проведения операций в финансово-кредитной и биржевой сферах, совершения операций с фондовыми ценными бумагами. К финансовым рискам относятся:
 - **кредитный риск** – это опасность неуплаты заемщиком основного долга и процентов, причитающихся кредитору, т.е. риск невозврата кредита;
 - **риск упущенной финансовой выгоды** – риск наступления косвенного (побочного) финансового ущерба (неполученная прибыль) в результате неосуществления какого-либо мероприятия или остановки хозяйственной деятельности;
 - **валютный риск** – опасность валютных потерь, связанных с изменением курса одной валюты по отношению к другой при проведении внешнеэкономических, кредитных и других валютных операций;

- **процентный риск** – опасность потерь финансовыми учреждениями в результате превышения процентных ставок, выплачиваемых ими по привлеченным средствам, над ставками по предоставленным кредитам.

РИСК-МЕНЕДЖМЕНТ (Risk-management) – система управления рисками и экономическими социально-рисковыми отношениями, возникающими в процессе этого управления. Риск можно значительно уменьшить квалифицированной и эффективной работой в области управления, используя для этого различные методы. Существуют две категории таких методов: методы минимизации потерь, методы возмещения потерь.

РИСКОВЫЕ ИНВЕСТИЦИИ, или ВЕНЧУРНЫЙ КАПИТАЛ (Risk capital, venture capital) – это термин, применяемый для обозначения рискованного капиталовложения. Венчурный капитал представляет собой инвестиции в форме выпуска новых акций, производимых в новых сферах деятельности, связанных с большим риском. Венчурный капитал инвестируется в не связанные между собой проекты в расчете на быструю окупаемость вложенных средств и высокую норму прибыли.

РЫНОК ДЕНЕГ (Money market) – сегмент финансового рынка, на котором продаются-покупаются кредитные ресурсы и депозитные обязательства на срок до одного года. Рынок денег обслуживают как денежные, так и фондовые инструменты (ценные бумаги с периодом обращения до одного года).

РЫНОК КАПИТАЛА (Capital market) – сегмент финансового рынка, на котором продаются-покупаются долгосрочные кредитные ресурсы, а также ценные бумаги с периодом обращения более одного года.

РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ (ФОНДОВЫЙ РЫНОК) (Security market) – вид финансового рынка, на котором продаются-покупаются все виды фондовых инструментов (краткосрочные и долгосрочные ценные бумаги, первичные и производные).

С

САМОФИНАНСИРОВАНИЕ (Self-financing) – финансирование развития предприятия (инвестиционной деятельности) исключительно за счет формируемых собственных финансовых ресурсов.

CAPM (Capital Asset Pricing Model) – модель оценки доходности финансовых активов.

СВОТ-АНАЛИЗ (SVOT-analysis) – система интегрального анализа, основным содержанием которого является исследование характера сильных и слабых сторон предприятия в разрезе отдельных внутренних факторов, а также позитивного или негативного влияния отдельных внешних факторов, обуславливающих кризисное финансовое развитие предприятия.

СЕБЕСТОИМОСТЬ ПРОДУКЦИИ (РАБОТ, УСЛУГ) (Cost) – стоимостная оценка используемых в процессе производства продукции природных ресурсов, сырья, материалов, топлива, энергии, основных фондов, трудовых ресурсов, а также других затрат на ее производство и реализацию.

СЕГМЕНТАЦИЯ ФИНАНСОВОГО РЫНКА (Financial market segmentation) – целенаправленное разделение финансового рынка на отдельные сегменты в зависимости от особенностей обрабатываемых на нем финансовых инструментов.

«СЖАТИЕ ПРЕДПРИЯТИЯ» (Company contraction) – сокращение объема операционной и инвестиционной деятельности предприятия, обеспечивающее снижение потребления собственных финансовых ресурсов в процессе его финансового оздоровления.

СИЛА (СТЕПЕНЬ) ФИНАНСОВОГО РЫЧАГА (DEL – degree of financial leverage) – сила финансового рычага определяется как мера воздействия рычага на доходы акционеров.

Влияние рычага состоит в том, что любое увеличение прибыли от продаж (EBIT) для предприятия, имеющего финансовый рычаг, приводит к непропорциональному увеличению доходов на одну акцию (EPS), а любое снижение этой прибыли – к непропорциональному снижению доходов в расчете на одну акцию.

СИНЕРГИЗМ, ЭФФЕКТ СИНЕРГИЗМА – дополнительные экономические преимущества, которые образуются при успешном объединении предприятий (их слиянии и поглощении).

СИСТЕМАТИЧЕСКИЙ РИСК (Systematic risk) – это риск, который оказывает влияние на очень большое количество активов. Такой риск еще называется рыночным риском. Примеры систематических рисков: изменение ставки процента, инфляция.

СООТНОШЕНИЕ УРОВНЯ РИСКА И ДОХОДНОСТИ (Risk/return rate off) – один из важнейших показателей оценки инвестиционных качеств индивидуальных инструментов инвестирования.

ния и инвестиционного портфеля в целом, характеризующий, как соотносятся между собой уровни риска и доходности. Среднерыночное соотношение этих показателей измеряется графиком «*линии доходности ценных бумаг*». Сравнение этого соотношения по индивидуальному инструменту инвестирования со среднерыночным позволяет судить о степени его инвестиционной привлекательности.

«СПАЗМ ЛИКВИДНОСТИ» (Liquidity squeeze) – временная нехватка денежных активов, вызванная резким ухудшением текущей конъюнктуры товарного рынка, вследствие чего на предприятии скапливаются значительные запасы готовой продукции, которая не может быть реализована.

СПЕКУЛЯТИВНЫЙ ЗАПАС ДЕНЕЖНЫХ АКТИВОВ (Speculative balance of monetary assets) – свободный остаток денежных активов, используемый для осуществления спекулятивных операций (*краткосрочных финансовых вложений*) на *денежном рынке*. Формой спекулятивного запаса денежных активов является, например, их депозитный вклад в банк в период, когда уровень депозитного процента превышает уровень доходности краткосрочных ценных бумаг.

СРЕДНЕВЗВЕШЕННАЯ СТОИМОСТЬ КАПИТАЛА (Weighted average cost of capital, WACC) – средняя цена, которую предприятие платит за использование совокупного капитала, сформированного из различных источников. Она характеризует среднее значение стоимости капитала, привлеченного из каждого конкретного источника, взвешенной на удельный вес каждого источника в общей сумме используемого капитала.

СРОЧНЫЙ ВКЛАД (Time deposit) – одна из форм финансового инвестирования временно свободных денежных активов предприятия с целью защиты их от инфляции и получения дохода, при которой они помещаются в банк на фиксированный срок с выплатой предусмотренного процента.

СТАВКА «ПРАЙМ-РАЙТ» (Prime-rate) – наименьшая ставка процента по кредиту, предоставляемая банком своим «первоклассным заемщикам».

СТРАТЕГИЧЕСКИЕ ФИНАНСОВЫЕ ЦЕЛИ (Strategic financial goals) – система основных ориентиров долгосрочного развития предприятия, в соответствии с которыми разрабатывается финансовая стратегия и формируется политика по основным аспектам финансовой деятельности. Основной стратегической целью финан-

совой деятельности предприятия является максимизация его рыночной стоимости. К числу стратегических целей этой деятельности могут быть отнесены также повышение темпов роста собственного капитала, оптимизация структуры капитала с позиций приемлемого уровня риска; достижение и поддержание финансового равновесия, повышение коэффициента рентабельности собственного капитала и др.

СТРАТЕГИЧЕСКИЙ ФИНАНСОВЫЙ АНАЛИЗ (Strategic financial analysis) – процесс изучения влияния факторов внешней и внутренней среды на результативность осуществления финансовой деятельности предприятия с целью выявления особенностей и возможных направлений ее развития в перспективном периоде.

СТРАХОВОЙ ЗАПАС ДЕНЕЖНЫХ АКТИВОВ (Precautinary balance of monetary assets) – неснижаемый минимум резерва денежных средств, обеспечивающий страхование своевременности расчетов по текущим хозяйственным операциям в случае временной задержки поступления средств от реализации продукции (*«спазм ликвидности»*). Если предприятие имеет свободный доступ к краткосрочным финансовым кредитам (т.е. может оперативно их получать), то размер страхового запаса денежных активов может быть сведен к минимуму. Обычно страховой запас денежных активов хранится в форме высоколиквидных инструментов денежного рынка.

СТРУКТУРА КАПИТАЛА (Capital structure) – один из важнейших показателей оценки финансового состояния предприятия, характеризующий соотношение суммы собственного и заемного используемого капитала. Этот показатель используется при определении уровня *финансовой устойчивости* предприятия, при управлении эффектом *финансового левериджа*, при расчете *средневзвешенной стоимости капитала* и в других случаях.

Т

ТЕКУЩИЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА ПО РАСЧЕТАМ (Accrued expences) – одна из форм краткосрочной задолженности предприятия, представленная переходящей задолженностью по заработной плате, налогам в бюджет и внебюджетные фонды, отчислениям на страхование имущества и т.п. Они являются для предприятия бесплатным источником использования заемных средств.

ТЕКУЩИЙ БЮДЖЕТ (Current budget) – форма представления результатов текущего или оперативного плана финансового

обеспечения операционной деятельности предприятия в разрезе отдельных аспектов этой деятельности.

ТЕОРИЯ ДОУ (Dow theory) – наиболее известная концепция технического анализа конъюнктуры фондового рынка. В основе прогноза этой конъюнктуры лежит динамика промышленного и транспортно-индексных Доу-Джонса.

ТЕХНИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ (Technical analysis) – система методов исследования конъюнктуры финансового рынка, основанная на изучении тенденций динамики основных его показателей – уровня цен, объема спроса и т.п.

ТОВАРНЫЙ (КОММЕРЧЕСКИЙ) КРЕДИТ (Commercial credit) – кредит, предоставляемый предприятию в форме отсрочки платежа за поставленные ему сырье, материалы или товары на определенный период.

ТОЧКА БЕЗУБЫТОЧНОСТИ (см. Порог рентабельности).

У

УМЕРЕННАЯ (КОМПРОМИССНАЯ) ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПОЛИТИКА (Compromise investment policy) – один из типов политики инвестирования, осуществляемый предприятием, который направлен на выбор таких объектов инвестирования, по которым уровень текущей доходности, темпы роста капитала и уровень риска в наибольшей степени приближены к среднерыночным.

УМЕРЕННАЯ (КОМПРОМИССНАЯ) КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА (Compromise credit policy) – форма кредитной деятельности предприятия, отвечающая типичным условиям ее осуществления в соответствии с принятой коммерческой и финансовой практикой. Она ориентируется на средний уровень кредитного риска при продаже продукции с отсрочкой платежа.

УМЕРЕННАЯ ПОЛИТИКА ФОРМИРОВАНИЯ ОБОРОТНЫХ АКТИВОВ (Compromise policy of working capital forming) – формирование оборотных активов предприятия с целью обеспечения полного удовлетворения текущей потребности во всех их видах и создания нормальных страховых их размеров на случай наиболее типичных нарушений операционной деятельности.

УПРАВЛЕНИЕ ПРОЕКТАМИ (Project management) – современная системная методология осуществления всех процессов разработки и реализации инвестиционного проекта любого вида на про-

тяжении всего его жизненного цикла, обеспечивающая эффективное достижение его целей.

УЧЕТ ВЕКСЕЛЕЙ (Bills discounting) – операция банка (или другого хозяйствующего субъекта) по выкупу векселей у их владельцев по определенной (дисконтной) цене в зависимости от их номинала, срока погашения и учетной вексельной ставки (при сомнительной платежеспособности векселедателя учетная ставка может включать премию за риск).

УЧЕТНАЯ ПОЛИТИКА (Account policies) – конкретные принципы, правила и процедуры, принятые предприятием для составления финансовых отчетов.

Ф

ФАКТОРИНГ (ФАКТОРИНГОВАЯ ОПЕРАЦИЯ) (Factoring) – финансовая операция, заключающаяся в том, что предприятие-продавец уступает банку или специализированной компании право получения денежных средств по платежным документам за поставленную продукцию. При проведении такой операции банк (фактор-фирма) в срок до трех дней возмещает предприятию-продавцу основную часть суммы долга по таким платежным документам за поставленную продукцию. За осуществление такой комиссионной операции банк (фактор-фирма) взимает с предприятия-продавца определенную плату (обычно в процентах к сумме платежа).

ФАКТОРЫ КРИЗИСНОГО ФИНАНСОВОГО РАЗВИТИЯ (Crisis financial development factors) – система условий кризисного развития предприятия, оцениваемых в процессе *диагностики финансового кризиса*. В процессе изучения и оценки эти факторы подразделяются на две основные группы: 1) не зависящие от деятельности предприятия (внешние, или экзогенные, факторы); 2) зависящие от деятельности предприятия (внутренние, или эндогенные, факторы).

ФИКСИРОВАННАЯ СТАВКА ПРОЦЕНТА (Fixed rate) – устанавливаемая в соответствии с условиями кредитного (депозитного) договора ставка процента, не подлежащая пересмотру в предстоящем периоде.

ФИНАНСИРОВАНИЕ (Financing) – процесс выбора направлений, форм и методов использования финансовых ресурсов в целях обеспечения экономического развития и роста рыночной стоимости предприятия.

ФИНАНСОВАЯ ГИБКОСТЬ (Financial flexibility) – способность предприятия быстро формировать необходимый объем финансовых ресурсов при неожиданном появлении высокоэффективных финансовых предложений или новых возможностей ускорения экономического развития.

ФИНАНСОВАЯ ГРУППА (Financial group) – объединение финансовых учреждений одного типа (например, банков) или разных типов (банк и страховая компания и т.п.). Разновидностью финансовой группы является финансово-промышленная группа, представляющая собой группу хозяйствующих субъектов и банков, объединивших свои капиталы в добровольном порядке или консолидировавших пакеты своих акций.

ФИНАНСОВАЯ ПОЗИЦИЯ (Financial position) – состояние объема и структуры активов, капитала, а также основных финансовых результатов деятельности предприятия на определенную дату. Финансовая позиция является предметом анализа и оценки с целью выявления реального финансового состояния предприятия.

ФИНАНСОВАЯ ПОЛИТИКА (Financial policy) – форма реализации финансовой идеологии и финансовой стратегии предприятия в разрезе отдельных аспектов его финансовой деятельности. В отличие от финансовой стратегии в целом, финансовая политика формируется лишь по отдельным направлениям финансовой деятельности предприятия, требующим обеспечения наиболее эффективного управления для достижения главной стратегической цели этой деятельности.

ФИНАНСОВАЯ САМОСТОЯТЕЛЬНОСТЬ (Financial autonomy) – характеристика способности предприятия обеспечивать свое экономическое развитие, ориентируясь на использование преимущественно собственных источников формирования финансовых ресурсов, что минимизирует угрозу его банкротства.

ФИНАНСОВАЯ СТРУКТУРА ПРЕДПРИЯТИЯ (Financial structure of company) – система пропорций и соотношений основных финансовых показателей, характеризующих структуру активов предприятия и используемого им капитала.

ФИНАНСОВАЯ УСТОЙЧИВОСТЬ (Financial stability) – характеристика стабильности финансового положения предприятия, обеспечиваемая высокой долей собственного капитала в общей сумме используемых финансовых средств.

ФИНАНСОВАЯ ФИЛОСОФИЯ ПРЕДПРИЯТИЯ (Financial philosophy of company) – система основополагающих принципов осуществления финансовой деятельности предприятия, определяемых его «миссией» (главной целью функционирования) и финансовым менталитетом его учредителей и менеджеров. Финансовая философия предприятия получает свою реализацию в финансовой стратегии и политике по отдельным аспектам финансовой деятельности.

ФИНАНСОВОЕ ПЛАНИРОВАНИЕ (Financial planing) – разработка плана финансовых мероприятий, т.е. обычный вид деятельности человека. Для того чтобы эта деятельность была успешной, вырабатываются методология и методика разработки финансовых планов.

ФИНАНСОВОЕ РАВНОВЕСИЕ (Financial equilibrium) – характеристика состояния финансовой деятельности предприятия, при котором потребность в приросте основного объема активов балансируется с возможностями формирования им финансовых ресурсов за счет собственных источников. Для оценки и обеспечения достижения финансового равновесия используются специальные методы.

ФИНАНСОВОЕ СОСТОЯНИЕ (Financial situation) – уровень сбалансированности отдельных структурных элементов активов и капитала предприятия, а также уровень эффективности их использования. Оптимизация финансового состояния предприятия является одним из основных условий успешного его развития в предстоящей перспективе.

ФИНАНСОВЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ (Financial instrument) – документы, имеющие денежную стоимость (или подтверждающие движение денежных средств), с помощью которых осуществляются операции на финансовом рынке. К основным финансовым инструментам относятся первичные и производные ценные бумаги, свидетельства о депозитном вкладе, кредитные договоры, страховые полисы и т.п.

ФИНАНСОВЫЕ КОЭФФИЦИЕНТЫ Financial – система финансовых показателей, характеризующих соотношение основных результатов финансовой деятельности предприятия, отдельных структурных элементов используемых активов и капитала.

ФИНАНСОВЫЕ РЕСУРСЫ ПРЕДПРИЯТИЯ (Sources of financing) – денежные средства предприятия, которые имеются в его распоряжении. Финансовые ресурсы предприятия образуются за счет различных источников. Финансовые ресурсы подразделяют на:

капитал, инвестиции в непроеизводственную сферу, расходы на потребление, финансовый резерв. По форме права собственности различают две группы источников: собственные денежные средства, заемные или привлеченные средства. Основными источниками денежных средств являются уставный капитал (уставный фонд, складочный капитал), прибыль, амортизационные отчисления.

ФИНАНСОВЫЙ АНАЛИЗ (Financial analysis) – процесс исследования *финансового состояния* и основных результатов финансовой деятельности предприятия с целью выявления резервов повышения его рыночной стоимости и обеспечения эффективного развития.

ФИНАНСОВЫЙ ИНЖИНИРИНГ (Financial engineering) – процесс целенаправленной разработки новых финансовых инструментов или новых схем осуществления финансовых операций.

ФИНАНСОВЫЙ КРЕДИТ (Financial credit) – средства, предоставляемые заемщику в денежной форме банковскими или другими финансовыми учреждениями для целевого использования на установленный срок под определенный процент.

ФИНАНСОВЫЙ ЛЕВЕРИДЖ (Financial leverage) – финансовый механизм управления рентабельностью собственного капитала за счет оптимизации соотношения используемых собственных и заемных финансовых средств. Результат этого управления оценивается с помощью показателя «эффект финансового рычага».

ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ (Financial management) – форма управления процессами финансирования предпринимательской деятельности, адекватной экономике рыночного типа.

ФИНАНСОВЫЙ ПЛАН ХОЗЯЙСТВУЮЩЕГО СУБЪЕКТА (Financing plan) – баланс его доходов и расходов. В состав доходов включаются, прежде всего, доходы, получаемые за счет устойчивых источников собственных средств. Цель составления финансового плана состоит в увязке доходов с необходимыми расходами.

ФИНАНСОВЫЙ РЫНОК (Financial market) – рынок, на котором объектом покупки-продажи выступают разнообразные финансовые инструменты и финансовые услуги.

ФИНАНСОВЫЙ ЦИКЛ (ИЛИ ЦИКЛ ДЕНЕЖНОГО ОБОРОТА) (Financial cycle) – период полного оборота денежных средств, инвестированных в оборотные активы, начиная с момента погашения кредиторской задолженности за полученные сырье, материалы и полуфабрикаты и заканчивая инкассацией дебиторской задолженности за поставленную готовую продукцию.

ФОНДОВАЯ БИРЖА (Stock exchange) – организованный рынок ценных бумаг.

ФОРС-МАЖОР (Force-majeure) – термин, характеризующий обстоятельства непреодолимой силы (пожар, стихийные бедствия, военные действия и т.п.), при наступлении которых выполнение обязательств по контракту любым контрагентом невозможно в полном объеме или частично.

ФОРФЕЙТИНГ (Forfating) – финансовая операция по рефинансированию дебиторской задолженности по товарному (коммерческому) кредиту путем передачи (*индоссамент*) переводного векселя в пользу банка (с уплатой банку соответствующего комиссионного вознаграждения). В результате форфейтирования задолженность покупателя по товарному (коммерческому) кредиту трансформируется в задолженность финансовую (в пользу банка). Форфейтинг наибольшее распространение получил при осуществлении внешне-экономических операций. По своей сути форфейтинг соединяет в себе элементы *факторинга* (но только по предоставленному товарному кредиту, а не по расчетам за текущие поставки продукции) и *учета векселей* (но с их индоссаментом только в пользу банка).

ФРАНЧАЙЗИНГ (Franchising) – система передачи или продажи лицензий на технологию и товарный знак.

ФРАНШИЗА (Franchise) – освобождение страховщика от возмещения убытков, не превышающих определенного размера. Размер франшизы означает часть убытка, не подлежащую возмещению со стороны страховщика. Франшиза может быть установлена в абсолютных и относительных величинах к страховой сумме или оценке объекта страхования в процентах к величине ущерба.

ФУНДАМЕНТАЛЬНЫЙ АНАЛИЗ (Fundamental analysis) – система методов исследования конъюнктуры финансового рынка, основанная на изучении влияния отдельных факторов на рассматриваемые его показатели – уровень цен, объем спроса и т.п.

X

ХЕДЖИРОВАНИЕ (Hedging) – система заключения срочных контрактов и сделок, учитывающая вероятные в будущем изменения обменных валютных курсов и преследующая цель избежать неблагоприятных последствий этих изменений.

Ц

ЦЕЛЕВАЯ СУММА ПРИБЫЛИ (Target profit) – плановая сумма прибыли, обеспечивающая ее увязку с целями развития предприятия в предстоящем периоде. Основой этого метода планирования является предварительное определение потребности в собственных финансовых ресурсах, формируемых за счет прибыли, остающейся в распоряжении предприятия. Расчет ведется по каждому элементу этой потребности (производственное развитие; выплата дохода владельцам имущества). Суммарная потребность в средствах, формируемых за счет прибыли, остающейся в распоряжении предприятия, представляет собой целевой размер чистой прибыли предприятия в плановом периоде.

ЦЕЛЕВАЯ ФИНАНСОВАЯ СТРУКТУРА КАПИТАЛА (Purpose-oriented structure of capital) – один из внутренних финансовых нормативов предприятия, в соответствии с которым формируется соотношение собственного и заемного капитала на предстоящий период.

ЦЕНТР ДОХОДА (Income centre) – структурное подразделение предприятия, руководитель которого несет ответственность только за формирование доходов в установленных объемах (например, отдел продаж).

ЦЕНТР ЗАТРАТ (Cost centre) – структурное подразделение предприятия, руководитель которого несет ответственность только за расходование средств в соответствии с утвержденным текущим или капитальным бюджетом в процессе хозяйственной деятельности (например, производственное подразделение). Центр затрат не оказывает самостоятельное прямое влияние на объем реализации продукции, формирование доходов и прибыли.

ЦЕНТР ОТВЕТСТВЕННОСТИ (Responsibility centre) – структурное подразделение предприятия, которое полностью контролирует те или иные аспекты финансовой деятельности, а его руководитель самостоятельно принимает управленческие решения в рамках этих аспектов и несет полную ответственность за выполнение доведенных ему плановых (нормативных) финансовых показателей. Центры ответственности могут быть созданы на предприятии в форме *центров дохода; центров затрат; центров прибыли; центров инвестиций*.

Ч

ЧИСТАЯ ОТРИЦАТЕЛЬНАЯ СТОИМОСТЬ (ЧИСТАЯ СТОИМОСТЬ ДЕФИЦИТА) (Negativ net worth) – показатель, характеризующий превышение заемного капитала (суммы финансовых обязательств над суммой активов предприятия. Чистая отрицательная стоимость образуется в результате убыточной деятельности предприятия в предшествующем периоде.

ЧИСТЫЕ ИНВЕСТИЦИИ (Net investment) – сумма финансовых ресурсов, направленных на прирост активов предприятия, представляющая собой разность между объемом валовых инвестиций предприятия в рассматриваемом периоде и суммой амортизационных отчислений в том же периоде.

ЧИСТЫЕ ОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ (ЧИСТЫЙ РАБОЧИЙ КАПИТАЛ) (Net working capital) – сумма оборотных активов, финансируемых за счет собственного и долгосрочного заемного капитала предприятия.

ЧИСТЫЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК (Net cash flow) – разница между положительным и отрицательным денежными потоками в рассматриваемом периоде времени. Основу чистого денежного потока по операционной деятельности составляет сумма *чистой прибыли и амортизационных отчислений*.

Э

ЭКВИВАЛЕНТЫ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ (Cash equivalents) – краткосрочные высоколиквидные инвестиции предприятия, которые свободно конвертируются в заранее известные суммы денежных средств и которым присущ незначительный риск изменения стоимости.

ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ДОБАВЛЕННАЯ СТОИМОСТЬ (EVA – Economic Value Added) – показатель, предназначенный для оценки процесса создания стоимости предприятия.

ЭФФЕКТ (Effect) – результат, достигаемый за счет осуществления различных видов деятельности или проведения отдельных мероприятий и операций.

ЭФФЕКТИВНОСТЬ (Effectiveness) – соотношение показателей результата (эффекта) и затрат (или суммы ресурсов), используемых для его достижения. Наиболее обобщенную оценку эффективности

инвестиционной деятельности предприятия дает система коэффициентов рентабельности.

ЭФФЕКТИВНЫЙ РЫНОК (Efficient market) – экономическая теория, в соответствии с которой инвестиционный рынок считается эффективным, если уровень рыночных цен на отдельные финансовые инструменты на нем быстро реагирует на внешнюю информацию (при полном доступе участников рынка к информации)

ЛИТЕРАТУРА

Основная

Налоговый кодекс Российской Федерации. – Ч. 1 и 2 (по состоянию на 1 января 2010 года // Справочно-правовая система Гарант.

О бухгалтерском учете: Федеральный закон от 21 ноября 1996 г (в ред. от 03.11.2006) № 129-ФЗ // КонсультантПлюс.

О лизинге: Федеральный закон от 29.10.1998 №164-ФЗ // КонсультантПлюс.

О присоединении Российской Федерации к Конвенции УНИДРУА о международном финансовом лизинге: Федеральный закон от 08.02.1998 №16-ФЗ // КонсультантПлюс.

О простом и переводном векселе: Федеральный закон от 11.03.1997 №48-ФЗ // КонсультантПлюс.

Ансофф И. Стратегическое управление: Пер. с англ. Е.Л. Леонтьева; науч. ред. Л.И. Евенко / И. Ансофф. – М.: Экономика, 1989. – 520 с.

Аньшин В.М. Бюджетирование в компании. Современные технологии постановки и развития / В.М. Аньшин. – М.: Дело, 2005. – 238 с.

Балашов В.Г. Технологии повышения финансового результата: практика и методы / В.Г. Балашов, В.А. Ириков. – М.: МЦФЭР, 2006. – 670 с.

Бланк И.А. Управление финансовой стабилизацией предприятия / И.А. Бланк. – Киев: Ника-Центр; Эльга, 2003. – 496 с. («Энциклопедия финансового менеджера». – Вып. 4).

Бланк И.А. Антикризисное финансовое управление предприятием. – Киев: Эльга; Ника-Центр, 2006. – 672 с.

Бородушко И.В. Стратегическое планирование и контроллинг: [теория и практика стратегического планирования на предприятии, контроллинг: теория, стратегические основы, методология организации] / И.В. Бородушко, Э.К. Васильева. – СПб.: Питер, 2006. – 192 с.

Брейли Р. Принципы корпоративных финансов: Пер с англ. Н. Барышниковой / Р. Брейли, С. Майерс. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2004. – 1008 с.

Бригхэм Юджин Ф. Финансовый менеджмент: Пер. с англ. / Юджин Ф. Бригхэм, Майкл С. Эрхардт. – СПб.: Питер, 2007. – 959 с.

Бромвич Майкл. Анализ экономической эффективности капитальных вложений / Майкл Бромвич. – М., 1996. – 472 с.

Бюджетирование: шаг за шагом / Под ред. Е. Добровольского. – СПб.: Питер, 2005. – 446 с.

Валдайцев С.В. Антикризисное управление на основе инноваций: Учеб. / С.В. Валдайцев. – М.: ТК Велби; Проспект, 2005. – 312 с.

Ван Хорн Дж. Основы управления финансами / Дж. Ван Хорн. – М., 2001. – 290 с.

Ван Хорн Дж. К. Основы управления финансами: Пер. с англ. / Дж. К. Ван Хорн. – М.: Финансы и статистика, 1999. – 800 с.

Ветер М. Оценка эффективности деятельности компании: Практик. руководство по использованию сбалансированной системы показателей / М. Ветер, Н.-Г. Ольве, Ж. Рой. – М.: Вильямс, 2003. – 304 с.

Внедрение сбалансированной системы показателей / К.А. Финк, Б. Гайзер, О. Грайнер; пер. с нем. В. Толкача; науч. ред. В. Толкач. – М.: Акад. контроллинга, 2005. – 477 с.

Волков А.С. Искусство финансирования бизнеса. Выбор оптимальных схем / А.С. Волков. – М.: Вершина, 2006. – 328 с.

Гершун А. Технология сбалансированного управления / А. Гершун, М. Горский. – М.: Маг Консалтинг, 2006. – 413 с.

Добровольский Е. Бюджетирование шаг за шагом / Е. Добровольский. – М.: Питер, 2006. – 446 с.

Друри Колин. Управленческий и производственный учет: Пер. с англ. В.Н. Егорова / Колин Друри. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2007. – 1401 с.

Дугельный А.П. Бюджетное управление предприятием / А.П. Дугельный, В.Ф. Комаров. – М.: Дело, 2007. – 430 с.

Каплан Р. Сбалансированная система показателей / Р. Каплан, Д. Нортон. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2005. – 320 с.

Карпов А. Финансовая модель бюджетирования / А. Карпов. – М.: Результат и качество, 2006. – 528 с.

Ковалёв В.В. Управление финансовой структурой фирмы: Учеб.-практ. пособие / В.В. Ковалёв. – М.: ТК Велби; Проспект, 2007. – 256 с.

Маркарьян Э. Финансовый анализ: Учеб. пособие / Э. Маркарьян, Г. Герасименко, С. Маркарьян. – М.: ФБК-Пресс, 2003. – 224 с.

Маркова В.Д. Внутрифирменное планирование / В.Д. Маркова. – Новосибирск: Экор-книга НФПК, 2004. – 315 с.

Нивен Пол Р. Диагностика сбалансированной системы показателей: поддерживающая максимальную эффективность / Пол Р. Нивен; пер. с англ. В.О. Шагоян; науч. ред. Микаэл Горский. – Днепропетровск: Баланс Бизнес Букс, 2006. – 251 с.

Росс С. Основы корпоративных финансов: Пер. с англ. / С. Росс, Р. Вестерфильд, Б. Джордан. – М.: Лаборатория базовых знаний, 2000. – 720 с.

Рудык Н.Б. Структура капитала корпорации / Н.Б. Рудык. – М.: Дело, 2004. – 271 с.

Тихомиров Е.Ф. Финансовый менеджмент: Управление финансами предприятия: Учеб. для студ. вузов / Е.Ф. Тихомиров. – М.: Изд. центр «Академия», 2006. – 384 с.

Уолш К. Ключевые показатели менеджмента: Пер. с англ. / К. Уолш. – М.: Дело, 2000. – 359 с.

Финансовый менеджмент: теория и практика / Под ред. Е.С. Стояновой. – М., 2007.

Фридаг Хервиг Р. Сбалансированная система показателей: Руководство по внедрению: Пер. с нем. М. Реш / Хервиг Р. Фридаг, Вальтер Шмидт. – М.: Омега-Л, 2006. – 266 с.

Хруцкий В.Е. Внутрифирменное бюджетирование. Настольная книга по постановке финансового планирования / В.Е. Хруцкий, Т.В. Сизова, В.В. Гамаюнов. – М.: Финансы и статистика, 2002. – 398 с.

Ченг Ф. Ли. Финансы корпораций: теория, методы и практика: Пер. с англ. / Ф. Ли Ченг, И. Финнерти Джозеф. – М.: ИНФРА-М, 2000. – 686 с.

Шарп У.Ф. Инвестиции / У.Ф. Шарп, Г.Дж. Александер, Дж. Бейли. – М., 1997.

Щербаков В.А. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) / В.А. Щербаков. – М.: Омега, 2006. – 285 с.

Щиборщ К.В. Бюджетирование деятельности промышленных предприятий России / К.В. Щиборщ. – М.: Дело и Сервис, 2001. – 541 с.

Banks Erik. Finance. The basics / Erik Banks. – New York, 2007. – 249 p.

Controlling strategy management, accounting, and performance measurement. – Oxford: Oxford University Press, 2005. – 191 p.

Дополнительная

Андрющенко А. Постановка бюджетирования. – <http://www.upe.ru/articles/show.php?id=22>

Асадуллин И. Управление по отклонениям. – <http://www.intalev.ru/index.php?id=12182>

Афанасьев А. Особенности бюджетной модели компании. – <http://www.fd.ru/articale/7885.html>

Бачарова Т.А. Систематизация финансовой аналитики предприятия: идентификация систем, механизмов и процессов управления финансами; управление структурой капитала / Т.А. Бачарова, Н.Н. Исаенкова // Экономический анализ: теория и практика. – 2007. – №9. – С. 21–27.

Бюджетирование в крупных многоуровневых компаниях / П. Боровков // ИНТАЛЕВ. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.intalev.ru/?id=772>, свободный.

Вишневская О.В. Взаимосвязь финансовых показателей / О.В. Вишневская // Финансовый менеджмент. – 2004. – №6. – С. 43–52.

Внедрение бюджетирования: опыт промышленного предприятия. – www.fdir.ru

Волков С. Правовое обеспечение сделок IPO / С. Волков // Рынок ценных бумаг. – 2008. – №4 (355). – С. 77–79.

Гершун А. Интеграция ССП и других систем управления компанией / А. Гершун, М. Фурсева // ИНТАЛЕВ. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.intalev.nnov.ru/index.php?id=10181>, свободный.

Дронченко О.Б. Финансовая структура: первый шаг к бюджетированию. – http://www.iteam.ru/publications/finances/section_12/article_729/

Зубарева Л.В. Анализ влияния инвестиционной политики на формирование структуры основного капитала / Л.В. Зубарева // Экономический анализ: теория и практика. – 2007. – №13. – С. 12–15.

Институт сбалансированных систем показателей (The Balanced Scorecard Institute). – <http://www.balancedscorecard.org>.

История концепции Balanced Scorecard // PDS Ltd. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.manager-erp.com/index.php?lang_id=1&menu_id=81, свободный.

Кубарева Е. Внедрение матричной системы бюджетирования / Е. Кубарева // Финансовый директор. – 2006. – №1. – С. 25–34.

Логвинова Т.В. Трансформация функций стратегического управления финансами предприятия / Т.В. Логвинова // Финансовый менеджмент. – 2007. – №1. – С. 14–24.

Лыгина Н.И. Сравнительная оценка методики определения стоимости финансовых ресурсов предприятия / Н.И. Лыгина // Экономический анализ: теория и практика. – 2007. – №4. – С. 42–45.

Лысковский В. Бюджетирование в 10 схемах. – <http://www.intalev.ru/?id=10886>.

Мамочкин Е. Взаимосвязь стратегического планирования, бизнес-планирования и бюджетирования / Е. Мамочкин // Сообщество менеджеров E-exclusive [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://old.e-xecutive.ru/prfinance/newfolder7852/article_5953/, свободный.

Международный стандарт финансовой отчетности [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.gaap.ru/biblio/gaap-ias/>, свободный.

Методы анализа эффективности инвестиций, с учетом дисконтированных доходов и затрат [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.finanalys.ru/litra/invest/?leaf=invest04.htm>, свободный.

Минина Е. Методическое руководство по бюджетному планированию / Е. Минина // Интернет-издание gaap.ru [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.gaap.ru/biblio/corpfm/guide/003.asp>, свободный

Миславский А.В. Центры финансовой ответственности / А.В. Миславский // Двойная запись. – 2006. – №10 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.iteam.ru/publications/finances/section_11/article_3211/, свободный.

Молвинский А. Типичные ошибки при построении систем бюджетирования. – http://www.finanalys.ru/litra/bujet/?leaf=budjet_010.htm

Ораев Д. Бренд и управление компанией на основе стоимости [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.marketing.spb.ru/lib-comm/brand/brend_and_vbm.htm, свободный

Пузов Е.Н. Моделирование системы принятия решений на базе стоимости компании / Е.Н. Пузов, О.Р. Чепюк // Менеджмент в России и за рубежом. – 2008. – №1. – С. 39–45.

Сбалансированная система показателей. – <http://www.scorecard.ru>

Серов М. Как оптимизировать структуру капитала / М. Серов // Генеральный директор. – 2007. – №2 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://gaap.ru/biblio/corpfm/finman/084.asp>, свободный

Система сбалансированных показателей – Северсталь. – www.severstal.ru/docs/evolution/projects/system

Фонд по управлению результативностью. – <http://www.fpm.com>

Хотинская Г.И. Капитализация как фактор укрепления финансовой устойчивости компании / Г.И. Хотинская // Финансовый менеджмент. – 2006. – №4. – С. 26–30.

Хруцкий В.Е. Бюджетирование: особенности национального формата. – http://www.iteam.ru/publications/finances/section_12/article_1913/

Чайников В.В. Определение WACC с учётом неоднородной структуры капитала / В.В. Чайников // Финансовый менеджмент. – 2004. – №3. – С. 42–47.

Щербакова О.Н. Методы оценки и управления стоимостью компании, основанные на концепции добавленной стоимости / О.Н. Щербакова // Финансовый менеджмент. – 2003. – №6. – С. 52–61.

About BSCol. – <https://www.bscol.com/bscol/>

Barberg B. Balanced Scorecard Best Practices: Understanding Leading Measures. – <http://www.businessintelligence.com/ex/asp/code.133/x/article.htm>

Bourne M. Six steps to improving your planning and budgeting system. – <http://www.businessintelligence.com/ex/asp/code.141/x/article.htm>

Ferguson M. Integrating CPM and Business Intelligence. – <http://www.businessintelligence.com/ex/asp/code.3/x/article.htm>

Six steps to improving your planning and budgeting system. – <http://www.businessintelligence.com/ex/asp/code.141/x/article.htm>

ПРИЛОЖЕНИЯ

ПРИЛОЖЕНИЕ 1

Теоремы Франко Модильяни и Мертона Миллера

Теорема (Теории арбитража)

Пусть фондовый рынок является совершенным, т.е. выполняются условия:

- на рынке присутствует значительное количество продавцов и покупателей;
- участники фондового рынка могут занимать и ссужать неограниченные объемы денежных средств под безрисковую ставку процента;
- отсутствуют издержки банкротства;
- корпорации эмитируют только два типа ценных бумаг: безрисковые облигации и рискованные акции;
- фондовый рынок обладает сильной формой информационной эффективности;
- отсутствие агентских издержек – единственная цель менеджеров – максимизация благосостояния акционеров;
- отсутствие налогообложения;
- все потоки денежных средств равны константе.

Разобьем все корпорации на классы эквивалентной доходности. Основным свойством, характеризующим принадлежность к классу, является генерируемый корпорацией поток прибыли. Таким образом, свойства акций определяются лишь двумя факторами: классом выпускающей их фирмы и величиной ожидаемого дохода. Тогда для

всех акций данного класса выполняется $\frac{\overline{X}_j}{P_j} = p_k$, где \overline{X}_j – ожидае-

мая доходность; P_j – текущая стоимость акции j -й корпорации, принадлежащей к k -му классу; p_k – ожидаемая доходность любой акции

k -го класса; $\frac{1}{p_k}$ – коэффициент пропорциональности (каждая акция в данном классе должна быть пропорциональна ожидаемому от нее доходу).

Разобьем все корпорации на два типа: леввериджированные и нелеввериджированные. Леввериджированная корпорация – это корпорация, которая имеет в своей структуре капитала долговые обязательства ($D > 0$).

Пусть на рынке существует j -я корпорация. D_j – рыночная стоимость всех долговых обязательств корпорации. S_j – рыночная стоимость всех долевого обязательств. Стоимость корпорации обозначим символом V (V_l – леввериджированная, а V_u – нелеввериджированная). X_j – ожидаемый доход на все активы (ожидаемая прибыль до вычета процентов по долговым обязательствам). Облигации являются абсолютными субститутами друг друга и имеют одинаковую доходность, равную безрисковой ставке процента r .

Теорема 1

Формулировка теоремы будет звучать следующим образом: для любых двух корпораций, принадлежащих одному и тому же классу, одна из которых леввериджированная $V_l \equiv S_l + D_l$, а другая нелеввериджированная $V_u \equiv S_u$, всегда будет выполнено равенство $V_l = V_u$, т.е. *рыночная стоимость любой корпорации не зависит от структуры ее капитала*.

В равновесии должно выполняться соотношение

$$V_j = (S_j + D_j) = \frac{\overline{X}_j}{p_k}.$$

Рыночная стоимость фирмы определяется нормой капитализации ожидаемого дохода в фирмах ее класса.

Если ввести понятие «средние затраты на капитал» ($\frac{\overline{X}_j}{V_j}$) как отношение ожидаемого дохода фирмы к рыночной стоимости всех ее ценных бумаг, то теорема может быть представлена

$$\frac{\overline{X}_j}{(S_j + D_j)} = \frac{\overline{X}_j}{V_j} = p_j,$$

т.е. средние затраты фирмы на капитал не зависят от его структуры и равны норме капитализации потока доходов от акций в этом классе фирм.

Доказательство теоремы 1:

Доказательство теоремы сводится к тому, что как только нарушаются соотношения равновесия между соответствующей парой фирм одного класса (т.е. как только финансовые решения корпорации начинают оказывать какое-либо влияние на ее рыночную стоимость), возникает арбитражный процесс, который восстанавливает нарушенное равновесие. При этом обмен не связан для инвестора с каким-либо риском. Так как подобные арбитражные возможности не могут существовать на совершенном рынке капитала, то делается вывод о том, что рыночная стоимость корпорации не зависит от ее финансовых решений.

Обозначим S_l – полный пакет акций леввериджированной компании, S_u – полный пакет акций нелеввериджированной компании. Ожидаемый доход фирм одинаков (\bar{X}). Доход инвестора от вложения в долевые бумаги равен Y .

Пусть на рынке сложилась ситуация, когда $V_l < V_u$, тогда у инвестора существует альтернативный выбор.

Инвестор владеет количеством акций стоимостью s_u , которые являются долей акций β нелеввериджированной компании, и получает

$$\text{доход } \beta_X (Y_u = \frac{S_u}{S_u} X = \beta_X).$$

Он может обменять этот портфель на портфель, состоящий из s_l -акций леввериджированной компании и d -облигаций.

$$s_l = \frac{S_l}{V_l} \times s_u \quad \text{и} \quad d = \frac{D_l}{V_l} \times s_u.$$

Общий доход портфеля составит

$$Y_l = \frac{S_l}{S_l} \times (X - rD_l) + rd,$$

подставим значения из предыдущей формулы:

$$Y_l = \frac{S_u}{V_l} \times (X - rD_l) + \frac{D_l}{V_l} \times r \times s_u = \frac{S_u}{V_l} X = \beta \frac{S_u}{V_l} \times X.$$

Будет выбран вариант 2, так как $Y_l > Y_u$.

Пусть на рынке сложилась ситуация, когда $V_l > V_u$.

Инвестор находится в ситуации варианта 2, т.е. владеет долей акции β леввериджированной компании, получает доход $Y_l = \beta(V_l - D_l)$ или $\beta(X - r \times D_l)$, необходимый объем инвестиций для создания портфеля $\beta S_l \equiv \beta(V_l - D_l)$.

Инвестор может приобрести акции s_u , получив βS_l от реализации своего пакета и заняв дополнительно βD_l под залог вновь приобретенных акций фирмы. Таким образом, его доля в пакете акций нелевериджированной фирмы составит $\frac{s_u}{S_u} = \frac{\beta(S_l + D_l)}{S_u}$, за исключением процента по займу βD_l . Следовательно, доход инвестора будет равен

$$Y_u = \frac{\beta(S_l + D_l)}{S_u} \times X - \beta r D_l = \beta \frac{Y_l}{Y_u} X - \beta r D_l.$$

Так как $Y_u > Y_l$, следовательно, более предпочтительным является вариант 3, и владельцы акций леввериджированной компании будут их продавать.

Следствиями теоремы 1 являются теоремы 2, 3.

Теорема 2

$$i_j = p_k + (p_k - r) \times \frac{D_j}{S_j}.$$

Ожидаемая ставка доходности по акции j -й корпорации, принадлежащей к k -му классу, является линейной функцией долговой нагрузки этой корпорации. Ожидаемая доходность акции равна сумме ставки капитализации для нелевериджированных потоков денежных средств корпорации, принадлежащих к k -му классу, и премии за финансовый риск, умноженной на коэффициент долговой нагрузки.

Теорема 3

Менеджеры должны проводить инвестиционный проект, когда ставка его доходности больше либо равна p_k . Этот фактор не зависит от вида ценной бумаги. То есть независимо от вида источника финансирования предельная ставка издержек по привлечению капитала

равна средним издержкам по привлечению, которые равны ставке капитализации для нелевериджированных потоков.

Теорема 1958 г., с предположением об отсутствии налогообложения, является одной из наиболее нереалистичных. Поэтому в 1963 г. Модельяни и Миллер вновь вернулись к структуре капитала и скорректировали результаты теоремы на корпоративный подоходный налог. Согласно теореме ММ 1963 г. стопроцентное финансирование за счет заемного капитала обеспечивает максимум стоимости корпорации. Это справедливо лишь в том случае, если в существующей системе налогообложения ссудные проценты по долговым обязательствам корпорации выплачиваются из прибыли до уплаты налогов, что уменьшает размер налогооблагаемой базы.

Теорема (присутствие налогообложения)

Пусть фондовый рынок является совершенным, т.е. выполняются условия, перечисленные выше, однако присутствует налогообложение по ставке τ .

Формулировка теоремы будет звучать следующим образом: для любых двух корпораций, принадлежащих одному и тому же классу, одна из которых леввериджированная $V_l \equiv S_l + D_l$, а другая нелевериджированная $V_u \equiv S_u$, всегда будет выполнено равенство $V_l = V_u + \tau D_l$, т.е. стоимость леввериджированной корпорации превосходит стоимость нелевериджированной, принадлежащей к тому же классу риска, на величину τD_l .

Следовательно, использование долговой нагрузки дает леввериджированной компании выгоды леввериджа $F = V_l - V_u = \tau D_l$.

Таким образом, корпорация теоретически получает возможность бесконечно наращивать свою стоимость, наращивая долговую нагрузку, и стоимость корпорации начинает зависеть от структуры капитала.

В 1977 г. Миллер наряду с корпоративным налогом ввел в анализ налоги на доходы физических лиц и доказал, что в этом случае рыночная стоимость корпорации не зависит от структуры ее капитала.

Пусть τ_c – ставка корпоративного налога; τ_{ps} – ставка личного подоходного налога на доходы обыкновенных акций; τ_{pb} – ставка личного подоходного налога на доходы от облигаций; \bar{X} – ожидаемая доходность активов до уплаты налогов и процентных платежей,

тогда прибыль нелевериджированной корпорации $V_j = \frac{\bar{X}_j}{P_k}$ $\times (1 - \tau_c) \times (1 - \tau_{ps})$. Используем соотношение равновесия

и получаем $V_j = \frac{X \times (1 - \tau_c) \times (1 - \tau_{ps})}{P_k}$ (т.е. производится дисконтиро-

вание потока денежных средств по ставке издержек на привлечение капитала).

Для леввериджированной корпорации $(X - rD_l) \times (1 - \tau_c) \times (1 - \tau_{ps})$ – прибыль держателей акций, а $rD_l \times (1 - \tau_{pb})$ – доход держателей долговой составляющей. Таким образом, общий поток прибыли леввериджированной корпорации равен:

$$\begin{aligned} & (\bar{X} - rD_l) \times (1 - \tau_c) \times (1 - \tau_{ps}) + rD_l \times (1 - \tau_{pb}) = \\ & = \bar{X} \times (1 - \tau_c) \times (1 - \tau_{ps}) - rD_l \times (1 - \tau_c) \times (1 - \tau_{ps}) + rD_l \times (1 - \tau_{pb}) = \\ & = \bar{X} \times (1 - \tau_c) \times (1 - \tau_{ps}) + rD_l((1 - \tau_{pb}) - (1 - \tau_c) \times (1 - \tau_{ps})). \end{aligned}$$

Следовательно,

$$\begin{aligned} V_l &= \frac{\bar{X} \times (1 - \tau_c) \times (1 - \tau_{ps})}{P_k} + \frac{rD_l \times ((1 - \tau_{pb}) - (1 - \tau_c) \times (1 - \tau_{ps}))}{r} = \\ &= V_u + (1 - \frac{(1 - \tau_c) \times (1 - \tau_{ps})}{(1 - \tau_{pb})}) \times D_l. \end{aligned}$$

Выгоды от леввериджа составили $G_l = D_l \times (1 - \frac{(1 - \tau_c) \times (1 - \tau_{ps})}{(1 - \tau_{pb})})$.

Любая ситуация, когда корпорации имеют возможность создавать налоговые щиты за счет использования долговой нагрузки, несовместима с ситуацией равновесия на фондовом рынке. Стоимость корпорации не зависит от структуры капитала. Для равновесия достаточным является условие $\tau_{ps} > \tau_{pb}$, т.е. выгоды от леввериджа отрицательные. Основное следствие Миллера гласит, что равновесный уровень долговой нагрузки существует для экономики в целом. Следовательно, оптимальная структура капитала может существовать только для корпоративного сектора.

ПРИЛОЖЕНИЕ 2

Краткая характеристика определения цены отдельных источников собственного капитала

Таблица 2.1

Цена отдельных источников собственного капитала

Источник	Формула	Комментарии	Обозначения
1	2	3	4
Акционерный капитал:			
Привилегированные акции ¹	<p>Если акция обращается на открытом рынке,</p> $K = \frac{Dn}{R} \times 100\%.$ <p>Если акция не обращается на открытом рынке,</p> $K = \frac{Dn}{N} \times 100\%$		<p>Dn – величина дивиденда на привилегированную акцию;</p> <p>R – курс привилегированной акции;</p> <p>N – номинал привилегированной акции</p>
Обыкновенные акции ²	<p>Если акции обращаются на открытом рынке:</p> <p>1. Модель CAPM. $R = R_f + b \times (R_m - R_f).$</p> <p>2. Модель DDM (модель постоянного роста дивиденда). Величина уплачиваемых дивидендов не меняется от периода к периоду:</p>	<p>Выбор между моделью CAPM и моделью Гордона в каждом конкретном случае осуществляется в соответствии с внутренними документами рассматриваемого юрид. лица</p>	<p>D_I – величина ожидаемого дивиденда на обыкновенную акцию;</p> <p>R_o – курс обыкновенной акции;</p> <p>R_f – ставка дохода по безрисковым вложениям</p>

¹ Не более 25% уставного капитала организации.

² Если дивиденды по обыкновенным акциям не выплачиваются, то цена данного источника равна 0, а стоимость всего уставного капитала равна ставке дивиденда по привилегированным акциям.

	$K = \frac{D_1}{Ro} \times 100\%.$ <p>3. Модель Гордона. Дивиденды прирастают с постоянным темпом g:</p> $K = \left(\frac{D_1}{Ro} + g \right) \times 100\%.$ <p>Если акции не обращаются на открытом рынке,</p> $K = \frac{D_1}{N} \times 100\%$		(обычно гос. облигационным займам); Rm – ставка дохода по рынку акций в целом; b – коэффициент для каждой акции на основе стат. данных фондового рынка; g – прогнозируемый темп прироста дивидендов; N – номинал акции обыкновенной
Нераспределенная прибыль	Цена нераспределенной прибыли будет эквивалентна цене источника «Обыкновенные акции»	Определяется в соответствии с принципом вмененных потерь	

В случае, когда собственникам принадлежат доли имущества юридического лица (фондовая форма):

Таблица 2.2

Цена отдельных источников собственного капитала

Источник	Формула	Комментарии	Обозначения
Уставный капитал. Резервный капитал. Добавочный капитал	$K = \frac{ЧП}{УК} \times 100\%.$ <p>Для других видов собственного капитала расчет аналогичен</p>	Строки 410, 420, 430 формы №1	$ЧП$ – сумма чистой прибыли, направленной на выплату собственникам; $УК$ – уставный капитал
Нераспределенная прибыль	Средняя арифметическая взвешенная цен основных источников собственного капитала	Строка 470 формы №1	

ОГЛАВЛЕНИЕ

Введение	3
Глава 1. Сущность, цели и задачи финансового менеджмента	5
1.1. Философская модель предприятия бизнеса	5
1.2. Этапы развития науки «финансовый менеджмент»	9
1.3. Сущность и базовые концепции финансового менеджмента	11
Глава 2. Базовые вопросы и подходы в финансовом менеджменте	19
2.1. Базовые показатели финансового менеджмента	19
2.2. Политика заимствований на основе оценки финансового риска	22
2.3. Операционный анализ и оценка предпринимательского риска	28
2.4. Управление совокупными рисками	37
2.5. Пороговая прибыль от продаж	38
Глава 3. Управление финансированием деятельности предприятия	45
3.1. Теоретические основы управления капиталом	45
3.1.1. Финансирование за счет эмиссии акций	48
3.1.2. Заемное финансирование	57
3.2. Управление структурой капитала, особенности ее обоснования	68
3.3. Методика расчета средневзвешенной цены капитала	77
3.3.1. Расчет цены собственных источников капитала	84
3.3.2. Цена заемных источников капитала	92
3.3.3. Практическое применение теории цены капитала	97
Глава 4. Теоретические основы управления оборотным капиталом	100
4.1. Сущность, цели и задачи управления оборотными активами предприятия	100
4.2. Управление текущими активами и текущими пассивами	106
Глава 5. Управление денежными средствами	111
5.1. Сущность, цели и задачи управления денежными средствами на предприятии	111
5.2. Управление денежным потоком	122
5.2.1. Этапы и механизм управления денежным потоком	122
5.2.2. Финансовая эффективность предприятия как цель управления денежным потоком	127
5.3. Анализ качества управления денежным потоком предприятия	130
5.4. Определение оптимального запаса денежных средств	135
5.5. Определение потребности в краткосрочном заимствовании	140
5.6. Методы управления денежными средствами и классические способы преодоления локального денежного дефицита	143

5.6.1. Методы управления денежными средствами предприятия	143
5.6.2. Факторинг и форфейтинг как классический способ преодоления локального денежного дефицита	144
5.6.3. Учет векселей как способ преодоления кассовых разрывов	150
5.6.4. Использование скидок за досрочную оплату поставки для преодоления локального денежного дефицита	152
Глава 6. Финансовая стратегия и финансовое прогнозирование на предприятии	156
6.1. Финансовая стратегия в общей стратегии предприятия	156
6.2. Цели, роль, задачи и процесс финансового планирования на предприятии	164
6.3. Метод процентной зависимости от продаж	171
6.4. Прогнозирование на основе денежного потока	176
Глава 7. Финансовая политика предприятия	180
7.1. Дивидендная политика и политика развития предприятия	181
7.2. Развитие предприятия и показатель устойчивого роста	187
7.3. Кредитная политика предприятия	189
Глава 8. Инвестиционная политика предприятия	196
8.1. Сущность и виды инвестиционных проектов	196
8.2. Оценка инвестиционных проектов	203
8.2.1. Роль денежного потока в оценке инвестиционного проекта	203
8.2.2. Методы оценки инвестиционных проектов	211
8.3. Особенности используемых методов при принятии решения о включении или отклонении инвестиционного проекта	219
8.4. Финансовые инвестиции	226
Глава 9. Современные подходы к совершенствованию системы финансового управления на предприятии	237
9.1. Бюджетирование как инструмент повышения эффективности финансового управления	238
9.2. Принципы и элементы бюджетирования	244
9.3. Функции бюджетирования	252
9.4. Разработка финансовой структуры предприятия	255
9.5. Структура бюджетов и методология их построения	261
9.6. Взаимосвязь стратегического и оперативного финансового планирования (использование системы сбалансированных показателей)	276
9.6.1. Место системы сбалансированных показателей в управлении предприятием	276
9.6.2. Экономическая добавленная стоимость как индикатор качества управления	285
9.6.3. Взаимосвязь управления на основе бюджетирования и системы сбалансированных показателей	290
Глоссарий	297
Литература	334
Приложения	338

У ч е б н о е и з д а н и е

ШИМШИРТ Наталья Дмитриевна

СОВРЕМЕННАЯ ТЕОРИЯ И ПРАКТИКА
ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА
НА ПРЕДПРИЯТИИ
Учебник

Редактор *В.Г. Лихачёва*
Подготовка оригинал-макета *Ю.А. Сидоренко*

Подписано в печать 12.01.2011 г. Формат 60×84¹/₁₆.
Печ. л. 21,75; усл. печ. л. 21,22; уч.-изд. л. 21,02.
Тираж 500. Заказ 9.

ОАО «Издательство ТГУ», 634029, г. Томск, ул. Никитина, 4
ООО «Издательство «Иван Фёдоров»», 634026, г. Томск, ул. Р. Люксембург, 115, стр. 1