

**Т. В. Кириченко**

# **ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ**

*Учебник*

*Рекомендовано ГОУ ВПО  
«Государственный университет управления»  
в качестве учебника для студентов высших  
учебных заведений, обучающихся  
по специальности «Финансы и кредит»  
и по направлению подготовки «Менеджмент»*

Регистрационный номер рецензии № 395 от 28 ноября 2008 г.  
Федеральный институт развития образования

Москва  
Издательско-торговая корпорация «Дашков и К°»  
2013

**УДК 336**  
**ББК 65.291.9-21**  
**К43**

**Рецензенты:**

*А. В. Ткач* — заслуженный деятель науки РФ, доктор экономических наук, профессор;

*А. А. Колзолов* — доктор экономических наук, профессор.

**Кириченко Т. В.**

**К43**

**Финансовый менеджмент: Учебник / Т. В. Кириченко. — М.: Издательско-торговая корпорация «Дашков и К°», 2013. — 484 с.**

ISBN 978-5-394-01996-8

Учебник охватывает основные проблемы управления финансами. Особое внимание уделено соотнесению современной западной теории финансового менеджмента и российской практики управления финансами в условиях риска и неопределенности глобализации экономики.

Учебник соответствует требованиям Государственного образовательного стандарта по специальности «Финансы и кредит» и направлению подготовки «Менеджмент».

Для студентов бакалавриата и специалитета, магистрантов, аспирантов и преподавателей финансово-экономических вузов и факультетов, слушателей системы повышения квалификации, а также экономистов, бухгалтеров, менеджеров.

ISBN 978-5-394-01996-8

© Кириченко Т. В., 2010

© ООО «ИТК «Дашков и К°», 2010

# ОГЛАВЛЕНИЕ

---

<b>ВВЕДЕНИЕ</b> .....	5
<b>Глава 1. ВВЕДЕНИЕ В ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ</b> .....	8
1.1. Финансовый менеджмент: содержание, цель и задачи .....	8
1.2. Предмет и метод финансового менеджмента .....	16
1.3. Объекты и субъекты финансового менеджмента.....	23
Резюме .....	27
<b>Глава 2. КОНЦЕПЦИИ ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА</b> .....	29
2.1. Современная парадигма финансового менеджмента .....	29
2.2. Основные концепции финансового менеджмента .....	34
2.3. Производные концепции и модели финансового менеджмента....	63
Резюме .....	79
<b>Глава 3. ИНФОРМАЦИОННОЕ ОБЕСПЕЧЕНИЕ ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА</b> .....	86
3.1. Потребители и источники информации в финансовом менеджменте.....	86
3.2. Учет и отчетность — информационная основа финансового менеджмента.....	89
3.3. Анализ финансовой информации.....	105
Резюме .....	135
<b>Глава 4. УПРАВЛЕНИЕ ДЕНЕЖНЫМИ ПОТОКАМИ</b> .....	137
4.1. Экономическая сущность и классификация денежных потоков организации .....	137
4.2. Методы измерения и анализ денежных потоков .....	149
4.3. Планирование денежных потоков .....	174
Резюме .....	191
<b>Глава 5. УПРАВЛЕНИЕ ПОРТФЕЛЕМ ЦЕННЫХ БУМАГ</b> .....	197
5.1. Представление о портфеле ценных бумаг .....	197
5.2. Особенности финансовых активов, включаемых в инвестиционный портфель.....	203
5.3. Риск и доходность портфельных инвестиций.....	214
Резюме .....	230

<b>Глава 6. СТОИМОСТЬ И СТРУКТУРА КАПИТАЛА, ДИВИДЕНДНАЯ ПОЛИТИКА .....</b>	<b>234</b>
6.1. Общие основы управления капиталом организации .....	234
6.2. Определение стоимости капитала .....	246
6.3. Оптимизация структуры капитала .....	256
6.4. Формирование дивидендной политики организации .....	267
Резюме .....	275
<b>Глава 7. ИНВЕСТИЦИИ В ОСНОВНОЙ КАПИТАЛ .....</b>	<b>280</b>
7.1. Сущность и содержание инвестиций в основной капитал .....	280
7.2. Оценка эффективности и риска инвестиционного проекта .....	288
7.3. Источники средств для долгосрочных инвестиций в основной капитал и методы финансирования .....	310
Резюме .....	321
<b>Глава 8. УПРАВЛЕНИЕ ОБОРОТНЫМ КАПИТАЛОМ .....</b>	<b>329</b>
8.1. Общие основы управления оборотным капиталом .....	329
8.2. Управление запасами .....	355
8.3. Управление дебиторской задолженностью .....	361
8.4. Управление денежными активами .....	368
Резюме .....	371
<b>Глава 9. ФИНАНСОВОЕ ПЛАНИРОВАНИЕ И КОНТРОЛЬ .....</b>	<b>375</b>
9.1. Финансовое планирование .....	375
9.2. Финансовый контроль .....	389
Резюме .....	397
<b>Глава 10. СПЕЦИАЛЬНЫЕ ТЕМЫ ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА .....</b>	<b>402</b>
10.1. Финансовые решения в условиях инфляции .....	403
10.2. Банкротство, финансовое оздоровление, антикризисное управление организацией .....	427
10.3. Финансовый менеджмент в некоммерческих организациях .....	444
Резюме .....	458
<b>ЛИТЕРАТУРА .....</b>	<b>463</b>
<b>ПРИЛОЖЕНИЯ .....</b>	<b>468</b>

# ВВЕДЕНИЕ

---

*Люди в своем большинстве  
живо интересуются всем на све-  
те, за исключением того, что  
действительно стоит знать.*

Оскар Уайльд

Финансовый менеджмент — одна из наиболее молодых и перспективных финансово-экономических дисциплин. Широкое признание ее российскими учеными и практиками, введение этой дисциплины в учебные планы ведущих высших экономических учебных заведений составляет главнейшее содержание нового этапа развития отечественной науки управления финансами организации.

По финансовому менеджменту за последние годы у нас появилось довольно значительное число переводных работ известных зарубежных экономистов, многие из которых являются лауреатами Нобелевской премии по экономике. Обширный перечень работ, связанных с проблемами финансового менеджмента, опубликован в последнее время и отечественными авторами, и уровень многих из них следует признать достаточно высоким.

В книге, предлагаемой вашему вниманию, сделана попытка соединить современную теорию финансового менеджмента с реалиями деятельности российских компаний. Для этого прежде всего необходимо построить терминологический мостик между западной и российской экономикой, поэтому в учебнике дается сопоставление основных терминов финансового менеджмента, а также указываются причины таких различий.

Необходимо также не просто обозначить методы финансового менеджмента, неприменимые в современной российской

практике, а показать причины невозможности их использования на современном этапе, поскольку российская экономика переживает период динамичных перемен и условия, в которых будут работать нынешние студенты после окончания высших учебных заведений, наверняка будут отличаться от настоящих.

Цель этого учебника — максимально просто и доступно изложить основы финансового менеджмента. Следует понимать, что овладеть финансовым менеджментом можно, только используя все три основных инструмента, применяемых его создателями, а именно: экономическую теорию, бухгалтерский учет и математику. Автор постарался, с одной стороны, не делать упора ни на один из этих инструментов, а с другой — раскрыть основную содержательную часть современных подходов финансового менеджмента. Теоретический материал учебника построен в соответствии со стандартом специальности “Финансы и кредит” и логикой изложения разделен на 10 самостоятельных и в то же время взаимосвязанных тем, в которых рассматриваются как базовые научные проблемы, так и конкретные вопросы финансового менеджмента, решаемые в предпринимательских структурах.

В первых темах изложен теоретический базис управления финансовой деятельностью организации, сформулированы сущность, предмет и методы финансового менеджмента как науки; рассмотрена система важнейших теоретических концепций и моделей, составляющих основу современной парадигмы финансового менеджмента.

В последующих темах рассматриваются вопросы управления текущей (операционной), инвестиционной и финансовой деятельностью организаций. В частности, освещаются вопросы управления основным и оборотным капиталом, портфелем реальных инвестиционных проектов, портфелем финансовых активов; формирования и пополнения источников инвестирования и финансирования. Значительное место в учебнике уделено управлению денежными потоками, рисками и доходностью, а также финансовому анализу в системе финансового менеджмента предпринимательских структур.

В приложениях дана финансовая отчетность, на материалах которой рассматриваются примеры. Автор абсолютно убежден в том, что невозможно стать грамотным финансовым менеджером без надлежащего и, заметим, весьма приличного знания бухгалтерского учета. Дело в том, что в реальной жизни подавляющая часть решений финансового характера имеет текущий, рутинный характер, связанный, например, с управлением оборотным капиталом, выбором контрагентов и поддержанием отношений с ними и т. п. Традиционно специфику и финансово-экономическое обоснование подобных операций лучше понимают бухгалтера.

Данный учебник является вторым изданием, переработанным и дополненным.

Автор выражает искреннюю признательность профессору Алексею Алексеевичу Комзолову за многочисленные ценные замечания, учтенные при переиздании, способствовавшие улучшению данного учебника.

# Глава 1. ВВЕДЕНИЕ В ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ

---

*Большинство предпринимателей попадают в беду не из-за того, что они не могут решить свои проблемы, а потому, что они их просто не понимают.*

Д. Голдстейн

## **Цели изучения темы:**

- ❖ формирование представлений о содержании финансового менеджмента, функциях финансового менеджера;
- ❖ получение знаний о соотношении целей финансового менеджмента и целей деятельности организаций различных типов, методе, предмете, объекте и субъектах финансового менеджмента.

## **1.1. Финансовый менеджмент: содержание, цель и задачи**

*Финансы* (франц. *finances*) — денежные средства.

*Менеджмент* (англ. *management*) — управление.

В русском языке под менеджментом обычно понимают управление людьми, в английском — это управление вообще. В словосочетании финансовый менеджмент слово “менеджмент” понимается в широком смысле, т. е. финансовый менеджмент — управление финансами. В этой связи показательно, что финансовый менеджмент и корпоративные финансы в английском языке по сути синонимы и учебники с такими названиями имеют со-



вершенно одинаковое содержание. В русском языке, а если точнее в русском экономическом языке, словосочетание “финансы организаций” и “финансовый менеджмент” не являются синонимами. При этом под финансами организаций понимаются подходы к управлению финансами, сформированные отечественной финансовой школой, а под финансовым менеджментом понимают подходы к управлению финансами, сформированные западной финансовой школой.

Финансовый менеджмент реализует себя в присущих ему функциях. *Функция* (лат. *functio*) — исполнение, осуществление, деятельность, обязанность, работа. Поскольку финансовый менеджмент является составной частью общей системы управления, целесообразно функции финансового менеджмента рассматривать с позиций и применительно к системе управления.

В системе управления можно выделить управляющую и управляемую подсистемы. Совокупность элементов системы управления, формирующая управляющее воздействие, называется *управляющей подсистемой* (субъектом управления), а совокупность элементов системы управления, “испытывающая” на себе внешние воздействия, — *управляемой подсистемой* (объектом управления).

Таким образом, классифицировать функции менеджмента можно по двум основаниям. Во-первых, — по способу, характеру деятельности. По этому основанию в менеджменте можно выделить: планирование, организацию, мотивацию и контроль, т. е. функции управляющей подсистемы.

Во-вторых, функции менеджмента можно характеризовать по предмету управления: управление производством, сбытом и финансами, т. е. функции управляемой подсистемы.

При рассмотрении вопроса о функциях менеджмента следует всегда четко понимать, по какому основанию они выделены.

Сам термин “финансовый менеджмент” уже подразумевает выделение функций по признаку предмета управления (на основе классификации элементов управляемой подсистемы), поскольку очевидно, что речь идет об управлении финансами. Если логически продолжить выделение функций по этому

признаку, то финансы в соответствии с традицией и практикой бухгалтерского учета можно подразделить на активы и пассивы. Следовательно, функциями финансового менеджмента являются управление:

- активами (распределение, использование) финансовых ресурсов;
- пассивами (мобилизация, привлечение) финансовых ресурсов.

Следует отметить, что исторически первой функцией финансового менеджера являлось привлечение капитала (прежде всего заемного).

Финансовый менеджмент позволяет ответить на вопросы: какими должны быть структура активов, соотношение товарно-материальных ценностей и денежных ресурсов; как организовать оборотные средства с целью наиболее эффективного их использования на всех стадиях кругооборота. Управление пассивами означает не только поиск возможных источников средств, но и формирование их оптимальной структуры, обеспечивающей максимальную отдачу на каждую единицу капитала организации.

Следовательно, определение финансового менеджмента должно отражать, с одной стороны, все основные функции управления финансами, а с другой — эволюцию (историю возникновения и развития) финансового менеджмента и связь с общим менеджментом (см. рисунок 1.1).

Следует подчеркнуть, что финансовый менеджмент, с одной стороны, практическая деятельность решения задач в области финансов, поскольку современные теоретико-методические подходы к реализации функций финансового менеджера предполагают: наличие творческого поиска; оценку неопределенности и рисков будущего; принятие решений не только на основе расчетов, но и интуитивных решений; широкое использование методов обобщения интуитивных мнений экспертов. Эта повседневная практическая деятельность финансового менеджера является искусством — искусством нахождения и поддержания баланса между ожидаемой доходностью и риском.

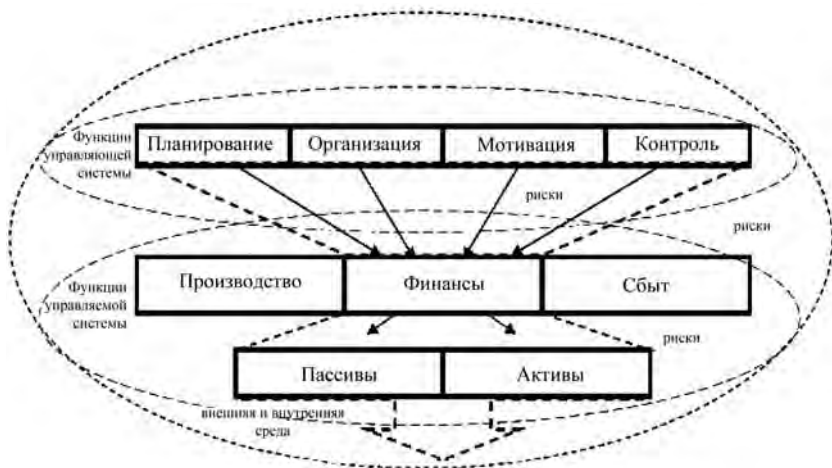


Рисунок 1.1 — Генезис функций финансового менеджмента

**Финансовый менеджмент** — это искусство и наука финансирования организации, приобретения активов и управления ими, направленные на выполнение ее миссии, повышение вероятности достижения стратегических и тактических целей

С другой стороны, финансовый менеджмент — это наука. Наука — особый вид человеческой познавательной деятельности, направленный на выработку объективных системно организованных и обоснованных знаний об окружающем мире.

Финансовый менеджмент как самостоятельная наука, посвященная методологии и технике управления финансами крупной компании, сформировался, когда появились концепции, теории и модели Гарри Марковица (1952 г.), Франко Модильяни и Мертона Миллера (1958 г.) и Уильяма Шарпа (1964 г.), представляющие собой системно организованные и обоснованные знания в области управления финансами, прошедшие проверку на объективность финансовой практикой.

В отечественной и зарубежной теории и практике финансового менеджмента используются несколько отличающиеся названия хозяйствующих субъектов. Для удобства сопоставления

методов финансового менеджмента авторов разных стран необходимо проанализировать, что стоит за каждым из используемых в этих трудах названий организаций, и провести аналогии с реалиями российского гражданского законодательства. Следует всегда помнить, что это лишь аналогия, поскольку законодательство любой страны в этой области весьма специфично. Наиболее часто встречающимися в западной финансовой практике терминами, характеризующими вид хозяйствующего субъекта, являются: фирма, компания, корпорация; в российской — коммерческие организации. В соответствии с Гражданским кодексом РФ (далее ГК РФ) это юридические лица, преследующие извлечение прибыли в качестве основной цели своей деятельности. Наиболее близким синонимом коммерческой организации в западной финансовой науке является компания.

Некоммерческие организации (в соответствии с ГК РФ) — это юридические лица, не преследующие в качестве основной цели деятельности извлечение прибыли и не распределяющие полученную прибыль между участниками. Следует отметить, что это определение не предполагает отсутствия цели деятельности — извлечение прибыли, а говорит лишь о том, что главная цель деятельности организации иная. Существует единственное исключение среди некоммерческих организаций — организации потребительской кооперации, в которых допускается распределение прибыли между участниками.

Под финансовым менеджментом в настоящее время понимают теорию и практику управления финансами прежде всего коммерческих организаций.

*Хозяйственное товарищество и общество* — коммерческие организации с разделенными на доли (вклады) учредителей (участников) уставным (складочным) капиталом. Имущество, созданное за счет вкладов или в процессе деятельности, принадлежит хозяйственному товариществу или обществу на праве собственности. Хозяйственное общество может быть также создано одним лицом, его единственным участником. Наиболее близким термином западной финансовой науки, являющимся синонимом хозяйственного товарищества или общества

также является “компания”. Одно из значений слова “компания” — множество лиц, не должно вводить в заблуждение. Действительно, исторически “компании” — это объединения множества лиц для осуществления предпринимательской деятельности, однако в настоящее время под “компанией” понимают лицо, юридически оформленное как коммерческая организация. Ярким примером широкого общепринятого использования термина “компания” к организациям, создаваемым одним лицом, могут служить “национальные нефтяные компании”, созданные многими государствами в 70-е гг. XX в.

Под термином западной финансовой науки “фирма” понимают любой хозяйствующий субъект, будь то юридическое или физическое лицо.

*Акционерное общество* — общество, уставный капитал которого разделен на определенное число акций. Участники акционерного общества (акционеры) не отвечают по его обязательствам и несут риск убытков, связанных с деятельностью общества, в пределах стоимости принадлежащих им акций. Наиболее близким к термину “акционерное общество” в западной финансовой науке является термин “корпорация”.

Таким образом, наиболее широким понятием западной финансовой науки выступает “фирма”, под которым понимают любое физическое или юридическое лицо, занимающееся коммерческой деятельностью. Часть фирм является “компаниями” в том случае, если они организованы в форме коммерческой организации. Часть компаний является “корпорациями”, если представляют собой акционерное общество.

*Предприятие* — 1) обособленное хозяйственное подразделение организации или физического лица, например магазин, принадлежащий торговой сети; 2) синоним коммерческой деятельности вообще (т. е. направленной на получение прибыли), ведущейся в любой организационно-правовой форме, будь то юридическое или физическое лицо; 3) в соответствии с ГК РФ часть названия особой формы коммерческих организаций, учредителями которых являются государство или муниципалитет: государственное унитарное предприятие, муниципальное унитарное предприятие.

**Главной целью деятельности коммерческой организации, а следовательно, и финансового менеджмента является повышение благосостояния собственников (владельцев) организации в текущей и долгосрочной перспективе.**

Данная цель для акционерных обществ (корпораций) находит конкретное выражение в обеспечении роста рыночной стоимости их капитала (суммарной стоимости акций).

Достижение подобной цели зависит от ряда факторов:

- ожидаемого дохода (на одну акцию);
- надежности этого дохода (т. е. риска);
- времени получения дохода;
- эффективности использования заемных средств;
- политики выплаты дивидендов.

В процессе реализации своей главной цели финансовый менеджмент направлен на реализацию следующих основных задач (таблица 1.1).

Таблица 1.1 — Основные задачи, направленные на реализацию главной цели управления финансами

Главная цель финансового менеджмента	Основные задачи финансового менеджмента, направленные на реализацию его главной цели
ПОВЫШЕНИЕ благосостояния владельцев организации	1. Обеспечение формирования достаточного объема финансовых ресурсов в соответствии с задачами развития организации в предстоящем периоде
	2. Обеспечение наиболее эффективного распределения и использования сформированного объема финансовых ресурсов в разрезе основных направлений деятельности организации
	3. Оптимизация денежного потока
	4. Обеспечение достаточного уровня прибыли организации
	5. Обеспечение минимизации уровня финансового риска при предусматриваемом уровне прибыли
	6. Налоговое планирование

1. Обеспечение формирования достаточного объема финансовых ресурсов в соответствии с задачами развития организации в предстоящем периоде. Эта задача реализуется путем определения общей потребности в финансовых ресурсах организации

на предстоящий период, оптимизации объема привлечения собственных финансовых ресурсов за счет внутренних источников, определения целесообразности формирования собственных финансовых ресурсов за счет внешних источников, управления привлечением заемного капитала, оптимизации структуры источников формирования ресурсного финансового потенциала.

*2. Обеспечение наиболее эффективного распределения и использования сформированного объема финансовых ресурсов в разрезе основных направлений деятельности организации.* Оптимизация распределения сформированного объема финансовых ресурсов предусматривает установление необходимой пропорциональности в их использовании на цели развития организации, выплаты необходимого уровня доходов на инвестированный капитал собственникам предприятия и т. п. В процессе хозяйственного использования сформированных финансовых ресурсов в разрезе основных направлений деятельности организации должны быть учтены стратегические цели ее развития и возможный уровень отдачи вкладываемых средств.

*3. Оптимизация денежного потока.* Эта задача решается путем эффективного управления денежными потоками организации в процессе кругооборота ее денежных средств, обеспечением синхронизации объемов поступления и расходования денежных средств по отдельным периодам, поддержанием необходимой ликвидности ее оборотных активов. Одним из результатов такой оптимизации является определение среднего остатка свободных денежных активов, обеспечивающего снижение потерь от их неэффективного использования и инфляции.

*4. Обеспечение достаточного уровня прибыли организации.* Повышение прибыли достигается за счет эффективного управления активами организации, вовлечения в хозяйственный оборот заемных финансовых ресурсов, выбора наиболее эффективных направлений операционной и финансовой деятельности. Решая эту задачу, необходимо иметь в виду, что увеличение уровня прибыли организации достигается, как правило, при существенном возрастании уровня финансовых рисков, так как между этими двумя показателями существует прямая связь.

5. *Обеспечение минимизации уровня финансового риска при предусматриваемом уровне прибыли.* Если достаточный уровень прибыли организации определен на основе использования концепции стоимости капитала, важной задачей становится снижение уровня финансового риска, обеспечивающего получение этого уровня прибыли. Такая минимизация может быть достигнута путем диверсификации видов операционной и финансовой деятельности, а также использования портфеля соответствующих финансовых инструментов; профилактикой и избеганием отдельных финансовых рисков, эффективными формами их внутреннего и внешнего страхования.

6. *Налоговое планирование.* Налоговые платежи составляют весомую долю в финансовых потоках хозяйствующих субъектов и ложатся на них существенным бременем. Поэтому от грамотного профессионального решения, принятого с учетом налоговых последствий, зачастую зависит судьба организаций, являющихся законопослушными налогоплательщиками. По мере роста качественных и количественных параметров бизнеса решения, связанные с учетом налоговых обязательств, становятся все более сложными и ответственными. Недоучет этой стороны финансовой деятельности, допущенные ошибки в расчетах по налогам с бюджетом оборачиваются тяжелыми финансовыми потерями.

## **1.2. Предмет и метод финансового менеджмента**

Идентификация любой науки в наиболее концентрированном виде осуществляется путем формулирования ее предмета и метода.

Предметом финансового менеджмента, т. е. того, что изучается в рамках данной науки, являются: капитал (как форма его существования, так и источники его формирования); финансовые (денежные) потоки, т. е. движение капитала, включая изменения формы его существования; финансовые отношения, т. е. правила, в соответствии с которыми происходит движение капитала.



*Капитал* (нем. *kapital*) является ключевым понятием в финансовом менеджменте. Можно выделить три основных подхода к формулированию сущностной трактовки этой категории: экономический, бухгалтерский и финансовый.

В рамках экономического подхода реализуется физическая концепция капитала, которая рассматривает капитал как совокупность ресурсов, являющихся универсальным источником доходов общества, и подразделяет на: а) личный; б) частный и в) публичных союзов, включая государство. Каждый из двух последних видов капитала, в свою очередь, можно подразделить на реальный и финансовый. Реальный капитал воплощается в материально-вещественных благах как факторах производства (здания, машины, транспортные средства, сырье и др.); финансовый — в ценных бумагах и денежных средствах. В соответствии с этой концепцией величина капитала исчисляется как итог бухгалтерского баланса по активу.

В рамках бухгалтерского подхода, реализуемого на уровне хозяйствующего субъекта, капитал трактуется как интерес собственников этого субъекта в его активах, т. е. термин “капитал” в этом случае выступает синонимом чистых активов, а его величина рассчитывается как разность между суммой активов субъекта и величиной его обязательств. Такое представление известно как финансовая концепция капитала.

Финансовый подход является по сути комбинацией двух предыдущих подходов и использует модификации физической и финансовой концепций капитала. В этом случае капитал как совокупность ресурсов характеризуется одновременно с двух сторон: а) направлений его вложения и б) источников происхождения. В этой связи в финансовом менеджменте часто синонимом термина “капитал” выступает термин “финансовые ресурсы”. Такие ресурсы с точки зрения направления их использования называют активами организации, а с точки зрения источников их формирования — пассивами.

Активы организации весьма разнообразны и могут быть классифицированы по различным признакам. В частности, это долгосрочные материальные, нематериальные и финансовые ак-

тивы, производственные запасы, дебиторская задолженность, а также денежные средства и их эквиваленты. Естественно, речь идет не о материально-вещественном их представлении, а о целесообразности вложения денежных средств в те или иные активы и их соотношении. Задача финансового менеджмента — обосновать и поддерживать оптимальный состав активов, т. е. ресурсного потенциала предприятия, и по возможности не допускать неоправданного омертвления денежных средств в тех или иных активах. *Пассивы* отражают источники образования имеющихся у организации средств, их назначение, принадлежность и обязательства по платежам.

Таким образом, *капитал организации — это финансовые ресурсы, вложенные в организацию с целью извлечения прибыли.*

Следует отметить, что существуют различия в понимании источников средств организации. Так, в российской финансовой практике, как было сказано выше, средства организации, рассмотренные с точки зрения источников их формирования, называют пассивами. В зарубежной практике существует позиция, в соответствии с которой под пассивами понимают только обязательства организации. С этой точки зрения средства организации следует рассматривать как совокупность собственных средств и пассивов. Например, во многих переводных учебниках встречается следующая формула, относящаяся к счету физического или юридического лица на фондовой бирже: собственные средства, остающиеся в распоряжении владельца счета, равны разнице активов и пассивов счета. В российской практике аналогом этой формулы будет балансовое уравнение: активы равны сумме собственного капитала и обязательств. Следует учитывать эти различия в понимании термина “пассивы” при изучении дисциплины “Финансовый менеджмент” по учебникам различных авторов.

Поскольку в финансовом менеджменте капитал рассматривается с точки зрения его денежного выражения необходимо четко определить следующие термины: “стоимость”, “цена” и “ценность”, которые позволяют характеризовать объекты в денежных выражениях.

*Стоимость* (англ. *cost*) — затраты.

*Цена* (англ. *price*) — способность вещи к обмену на другие вещи, выраженная в деньгах или, другими словами, то, за что вещь можно продать или купить. Следует отметить, что часто приводимое в отечественной экономической литературе определение Карла Маркса “цена — денежное выражение стоимости” по сути является не определением, а квинтэссенцией классической экономической теории, восходящей к Адаму Смиту и Давиду Рикардо, считавших, что цена в конечном итоге определяется стоимостью, т. е. затратами на производство вещи. Представление классической политической экономии, а следовательно, и даваемое Марксом определение не вполне адекватно доминирующим в настоящее время представлениям, в соответствии с которыми цена представляет собой равновесие между спросом и предложением, теории, графической моделью которой является “крест Маршала”.

*Ценность* (англ. *value*) — полезность, важность вещи для ее конкретного владельца.

Различия в терминах “стоимость”, “цена” и “ценность” можно пояснить на следующем примере. Обручальное кольцо имеет стоимость, т. е. затраты на его производство. Имеет цену, т. е. цифры, которые указаны на ценнике в магазине, и ценность для своей владелицы, которая может быть несоизмерима с ценой или стоимостью кольца. Следует отметить, что именно ценность является ключевым моментом при принятии решения финансовым менеджером. При этом чаще всего ценность того или иного объекта определяется исходя из возможностей этого объекта приносить доход.

При изучении финансовой литературы необходимо учитывать тот факт, что в русском экономическом языке слово “ценность” практически не используется, т. е. вместо трех экономических терминов “стоимость”, “цена”, “ценность” используются два: “стоимость” и “цена”.

Эта ситуация вызвана длительным доминированием в российской экономической школе представлений Карла Маркса, отождествлявшего понятия “стоимость”, “цена” и “ценность”.

Эту терминологическую проблему следует учитывать как при изучении работ отечественных ученых по финансовому менеджменту, так и при чтении переводов на русский язык книг по финансовому менеджменту зарубежных авторов.

*Финансовые (денежные) потоки* — отражение движения и преобразования капитала, финансовых ресурсов, финансовых обязательств, поступление (положительный финансовый поток) и расходование (отрицательный финансовый поток) финансов в процессе деятельности организации. Разница между положительным и отрицательным финансовым потоком называется чистым финансовым потоком.

Под *финансовыми отношениями* понимают отношения между различными субъектами (физическими и юридическими лицами), которые влекут за собой изменение в составе активов и (или) обязательств этих субъектов. Эти отношения должны иметь документальное подтверждение (договор, накладная, акт, ведомость и др.) и, как правило, сопровождаться изменением имущественного и (или) финансового положения контрагентов. Слова “как правило” означают, что в принципе возможны финансовые отношения, которые при их возникновении не отражаются немедленно на финансовом положении в силу принятой системы их реализации (например, заключение договора купли-продажи). Финансовые отношения многообразны; к ним относятся отношения с бюджетом, контрагентами, поставщиками, покупателями, финансовыми рынками и институтами, собственниками, работниками и др. Управление финансовыми отношениями основывается, как правило, на принципе экономической эффективности.

*Метод* (от греч. *methodos* — путь исследования, теория, учение) — совокупность приемов или операций практического или теоретического освоения (познания) действительности. В широком смысле слова *метод финансового менеджмента как науки представляет собой совокупность основных приемов, позволяющих осуществить эффективное управление финансами организации.*

Основными приемами метода финансового менеджмента являются:

## ***1. Приемы изучения влияния системы регулирования финансовой деятельности:***

- *государственного нормативно-правового регулирования финансовой деятельности организации.* Принятие законов и других нормативных актов, регулирующих финансовую деятельность организаций, представляет собой одно из направлений реализации внутренней финансовой политики государства. Законодательные и нормативные основы этой политики регулируют финансовую деятельность организации в разных формах;

- *рыночного механизма регулирования финансовой деятельности организации.* Этот механизм формируется прежде всего в сфере финансового рынка в разрезе отдельных его видов и сегментов. Спрос и предложение на финансовом рынке формируют уровень цен (ставки процента) и котировок по отдельным финансовым инструментам, определяют доступность кредитных ресурсов в национальной и иностранной валютах, выявляют среднюю норму доходности капитала, определяют систему ликвидности отдельных фондовых и денежных инструментов, используемых организацией в процессе своей финансовой деятельности;

- *внутреннего механизма регулирования отдельных аспектов финансовой деятельности организации.* Механизм такого регулирования формируется в рамках самой организации, соответственно регламентируя те или иные оперативные управленческие решения по вопросам ее финансовой деятельности. Так, ряд аспектов финансовой деятельности регулируется требованиями устава организации. Отдельные из этих аспектов регулируются разработанными в организации финансовой стратегией и целевой финансовой политикой по отдельным направлениям финансовой деятельности. Кроме того, в организации может быть разработана и утверждена система внутренних нормативов и требований по отдельным аспектам финансовой деятельности.

## ***2. Приемы осуществления внешней поддержки финансовой деятельности организации:***

- *государственное и другие внешние формы финансирования организации.* Этот элемент характеризует формы финан-

сирования развития организации из государственной бюджетной системы, внебюджетных (целевых) фондов, а также различных других негосударственных фондов содействия развитию бизнеса;

- *кредитование организации*. Этот элемент основан на предоставлении организации различными кредитными институтами разнообразных форм кредита на возвратной основе на установленный срок под определенный процент;

- *лизинг* (аренда). Этот элемент основан на предоставлении в пользование организации целостных имущественных комплексов, отдельных видов внеоборотных активов за определенную плату на предусмотренный период. Основными формами лизинга, используемого в современной финансовой практике, являются оперативный лизинг и финансовый лизинг;

- *страхование*. Способ страхования направлен на финансовую защиту активов организации и возмещение возможных ее убытков при реализации отдельных финансовых рисков (наступлении страхового события). Различают внутреннее и внешнее страхование финансовых рисков;

- *прочие формы внешней поддержки финансовой деятельности организации*. К ним можно отнести ее лицензирование, государственную экспертизу инвестиционных проектов, селенг и т. п.

**3. Приемы воздействия через систему финансовых рычагов** на процесс принятия и реализации управленческих решений в области финансовой деятельности:

- *цену*;
- *процент*;
- *прибыль*;
- *амортизационные отчисления*;
- *чистый денежный поток*;
- *дивиденды*;
- *пени, штрафы, неустойки и др.*

**4. Финансовые приемы**, состоящие из основных методов, с помощью которых обосновываются и контролируются конкретные управленческие решения в различных сферах финансовой деятельности организации:

- *метод технико-экономических расчетов;*
- *балансовый метод;*
- *экономико-статистические методы;*
- *экономико-математические методы;*
- *методы амортизации активов и др.*

#### **5. Использование финансовых инструментов:**

- *платежных* (платежные поручения, чеки, аккредитивы и т. п.);
- *кредитных* (договоры о кредитовании, векселя и т. п.);
- *депозитных* (депозитные договоры, депозитные сертификаты и т. п.);
- *инвестирования* (акции, инвестиционные сертификаты и т. п.);
- *страхования* (страховой договор, страховой полис и т. п.) и др.

По международным стандартам бухгалтерского учета под финансовым инструментом следует понимать любой договор между двумя контрагентами, в результате которого у одного контрагента возникает финансовый актив, а у другого — финансовое обязательство долгового или долевого характера (участие в капитале). На практике важно не допустить исключения отдельных приемов из единой системы управления финансами организации. Игнорирование этого условия неизбежно приведет к потере финансового равновесия хозяйствующего субъекта.

### **1.3. Объекты и субъекты финансового менеджмента**

Как система управления финансовый менеджмент предполагает наличие объекта и субъекта управления. **Объектом управления выступают финансы и финансовая деятельность организации.** Особенности формирования капитала и финансовых ресурсов, формы и методы распределения этих финансовых ресурсов, объемы и интенсивность денежных потоков и другие условия финансовой деятельности существенно различаются в отдельных организациях.

Особенности организации и управления финансами определяются следующим:

- организационно-правовой формой хозяйствующего субъекта;
- целями деятельности хозяйствующего субъекта (его миссией);
- составом участников (учредителей) и их полномочиями;
- действующим законодательством;
- информационно-техническим обеспечением управления финансами;
- уровнем квалификации персонала;
- социально-культурными, в том числе национальными, религиозными и т. п. особенностями.

Учет особенностей отдельных организаций как объекта финансового управления позволяет более эффективно осуществлять финансовый менеджмент.

Финансовый менеджмент как управляющая система характеризуется наличием и определенных субъектов управления. Под **субъектами финансового менеджмента** понимают лиц, принимающих финансовые решения. Анализируя зарубежную экономическую практику, можно выделить три основных уровня таких субъектов управления денежными потоками (финансовыми ресурсами): высший, средний и персональный. Соответственно подразделяются и финансисты, профессионально обслуживающие тот или иной уровень: финансовый директор, финансовые менеджеры и финансовые консультанты.

Финансовый директор отвечает за общий анализ и планирование имущественного и финансового состояния фирмы (организации), за обеспечение ее финансовыми ресурсами и эффективное управление активами. Обычно финансовый директор работает не один, особенно в крупных компаниях. Он возглавляет финансовый департамент, специалисты которого отвечают за финансовую отчетность, осуществляют налоговую оптимизацию и выполняют еще массу полезных и специфических финансовых дел.



Финансовые менеджеры (средний уровень управления) в последние годы в западной практике подразделяются на три базовые группы:

1) финансовые аналитики, которые занимаются поиском тенденций и закономерностей развития фирмы в финансовом мире, а также анализом факторов, влияющих на развитие этих тенденций (трендов);

2) финансовые инноваторы, занимающиеся поиском новых возможностей развития фирмы и новых финансовых инструментов и технологий;

3) финансовые инженеры, специализирующиеся на финансовых расчетах и управлении финансовыми рисками.

Финансовые консультанты — третий уровень управления финансами — консультируют на личностном уровне как бизнесменов, так и прочих частных лиц по вопросам составления эффективного портфеля инвестиций, расчетам ставки доходности персональных вложений с учетом рисков внешней среды, по управлению доходами и расходами фирмы или отдельных домохозяйств.

Как видим, специализация финансистов чрезвычайно полно представлена за рубежом. Это, по существу, определенный вид социальной энергии, который, с одной стороны, служит критерием успеха личности, а с другой — является универсальным измерителем всех благ и ценностей. Деньгами должны управлять профессионалы. Даже владельцы бизнесов не всегда обладают необходимыми навыками и технологиями, чтобы управлять собственным капиталом.

На западе бухгалтерская служба во главе с главным бухгалтером входит в финансовую службу, и главный бухгалтер подчиняется финансовому директору, при этом финансовый директор является менеджером, а главный бухгалтер — техническим специалистом по ведению учета и составлению финансовой отчетности.

В России это невозможно, поскольку противоречит Федеральному закону от 21 ноября 1996 г. № 129-ФЗ “О бухгалтерском учете”, в соответствии с которым главный бухгалтер под-

чиняется непосредственно руководителю организации. Главный бухгалтер обладает правом подписи денежных и расчетных документов, и без его подписи они считаются недействительными, а финансовый директор не несет никакой ответственности, поскольку его подпись в финансовых документах не требуется. На западе же финансовый директор несет ответственность за сохранность имущества и выполнение обязательств и ставит подпись под всеми финансовыми документами.

Ряд компаний нашли выход из этого противоречия: главный бухгалтер назначается на должность с функциями финансового директора, что не противоречит законодательству, при этом происходит совмещение этих должностей.

Должностная инструкция финансового директора российского предприятия утверждена постановлением Минтруда от 12 ноября 2003 г. № 75 “О внесении изменений и дополнения в Квалификационный справочник должностей руководителей, специалистов и других служащих”.

Сегодня финансовый директор — это второе лицо компании после руководителя. Финансовый директор должен знать: бухгалтерский учет, теорию финансового менеджмента и сущность финансовых систем; экономическую статистику; лучшую мировую практику внутреннего контроля и управления рисками и другие нормативные документы; определяющие требования к эмитентам ценных бумаг; действующее законодательство РФ и основных западных стран в области финансовой, кредитной, валютной, банковской и биржевой деятельности. Он должен ориентироваться в деловой документации и корреспонденции, владеть компьютером и автомобилем (для обеспечения личной мобильности), обладать коммуникативными свойствами, креативностью и т. д.

Финансовый директор должен уметь читать бухгалтерский баланс (по РСБУ, МСФО, GAAP) и разбираться в сложной финансовой информации, знать правила и порядок проведения операций на финансовых рынках, обладать аналитическими способностями и любить считать деньги, уметь прогнозировать результаты вложения капитала и оценивать разнообразные про-

екты, разрабатывать финансовые стратегии, планы, бюджеты и контролировать их исполнение и т. д.

Особо подчеркнем, что помимо владения формализованными методами и моделями анализа, прогнозирования и управления финансовыми активами, обязательствами, операциями финансовый директор должен активно использовать субъективные оценки, качественные критерии, не бояться делать выбор в условиях многовариантных расчетов, когда успех операции вовсе не гарантирован. А также должен уметь убеждать кредиторов, акционеров и менеджмент корпорации. Следовательно, финансовый директор является не только технократом, но и политиком, и здесь уместно вспомнить известное высказывание У. Черчилля, что талант политика состоит в том числе и в умении предсказать, что произойдет на следующий день, на следующей неделе, на следующий год, а затем объяснить, почему этого все-таки не произошло.

## **Резюме**

В гл. 1 изложен теоретический базис управления финансовой деятельностью. Ниже перечислены ключевые моменты первой главы.

1. Финансовый менеджмент — это искусство и наука финансирования организации, приобретения активов и управления ими, которые направлены на выполнение ее миссии, повышение вероятности достижения стратегических и тактических целей.

2. Основными функциями финансового менеджмента являются мобилизация (привлечение) и распределение (использование) финансовых ресурсов. Говоря бухгалтерским языком, функциями финансового менеджмента являются управление пассивами и активами.

3. Главной целью деятельности коммерческой организации, а следовательно, и финансового менеджмента является повышение благосостояния собственников (владельцев) организации в текущей и долгосрочной перспективе.

4. В процессе реализации своей главной цели финансовый менеджмент направлен на реализацию следующих основных задач:

- обеспечение формирования достаточного объема финансовых ресурсов в соответствии с задачами развития организации в предстоящем периоде;
- обеспечение наиболее эффективного распределения и использования сформированного объема финансовых ресурсов в разрезе основных направлений деятельности организации;
- оптимизация денежного потока;
- обеспечение достаточного уровня прибыли организации;
- обеспечение минимизации уровня финансового риска при предусматриваемом уровне прибыли;
- налоговое планирование.

5. Предметом финансового менеджмента, т. е. того, что изучается в рамках данной науки, являются: капитал (как форма его существования, так и источники его формирования); финансовые (денежные) потоки, т. е. движение капитала, включая изменения формы его существования; финансовые отношения, т. е. правила, в соответствии с которыми происходит движение капитала.

6. Метод финансового менеджмента как науки представляет собой совокупность основных приемов, позволяющих осуществить эффективное управление финансами организации. К ним относятся: приемы изучения влияния системы регулирования финансовой деятельности; приемы осуществления внешней поддержки финансовой деятельности организации; приемы воздействия через систему финансовых рычагов; финансовые приемы; использование финансовых инструментов.

7. Объектом управления в финансовом менеджменте выступают финансы и финансовая деятельность организации. Под субъектами финансового менеджмента понимают лиц, принимающих финансовые решения.

## Глава 2. КОНЦЕПЦИИ ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА

---

*Теорию изучают не ради нее самой, но для того, чтобы отделить существенное от несущественного и найти лучшие решения.*

Дж. К. Ван Хорн

### **Цели изучения темы:**

- ❖ формирование представлений о современной парадигме финансового менеджмента;
- ❖ получение знаний о концепциях, принципах, теориях и моделях финансового менеджмента;
- ❖ формирование представлений о степени работоспособности современных теорий, концепций и моделей финансового менеджмента в условиях российской экономики.

### **2.1. Современная парадигма финансового менеджмента**

Методологической основой принятия решений в финансовом менеджменте является совокупность фундаментальных концепций, система которых образует современную парадигму финансового менеджмента.

*Парадигма* (греч. *paradeigma*) — исходная концептуальная схема, модель постановки проблем и их решения, методов исследования (как правило, относящаяся к определенному периоду времени).

Современная парадигма финансового менеджмента базируется на теоретических выводах многих научных дисциплин и отражает теснейшую связь механизмов управления финансами крупной компании с механизмами функционирования и инструментами финансового рынка. Основу формирования парадигмы финансового менеджмента составляют теоретические концепции и модели.

*Концепция* (лат. *conceptio*) — определенный способ понимания, трактовки каких-либо явлений, выражающий ключевую идею для их освещения. С помощью концепции или системы концепций выражается основная точка зрения на определенное явление, задаются некоторые конструктивистские рамки, определяющие сущность и направления развития этого явления.

Любую концепцию финансового менеджмента можно определить как определенную идею, служащую основой управления финансами организации. Модель же можно рассматривать как конкретное применение концепции. *Модель* (франц. *modele*, от лат. *modulus* — образец) в широком смысле — любой образ, аналог какого-либо объекта, процесса или явления.

Идеи, служащие основой финансового менеджмента разработаны американскими специалистами в области финансов, многие из которых являются лауреатами Нобелевской премии.

Превращение финансовой науки из описательной дисциплины в аналитическую началось с работ Гарри Марковица и Уильяма Шарпа; Франко Модильяни и Мертона Миллера. Научные труды этих ученых — *теория портфеля* и *теория структуры капитала* — представляют собой сердцевину науки и техники управления финансами корпорации, поскольку позволяют ответить на два принципиально важных вопроса: откуда взять и куда вложить финансовые ресурсы.

Согласно мнению крупнейших специалистов в области теории финансов Т. Е. Коупленда и Дж. Ф. Уэстона 1958 г., когда была опубликована работа Франко Модильяни и Мертона Миллера, рассматривается как рубежный, начиная с которого от прикладной микроэкономики отпочковалось самостоятельное направление, известное ныне как современная теория финансов.

Именно в рамках современной теории финансов (теории финансов в ее “западном” понимании) в дальнейшем сформировалась прикладная дисциплина “финансовый менеджмент”. Первые книги по дисциплине “финансовый менеджмент” появились в ведущих англоязычных странах в начале 60-х гг. XX столетия.

Первая написанная российскими авторами под руководством профессора Елены Семеновны Стояновой и опубликованная в нашей стране книга “Финансовый менеджмент” появилась в 1993 г.

Этапы развития финансового менеджмента в России в систематизированном виде представлены на рисунке 2.1.

В отраженной на рисунке 2.1 эволюции управления финансами в России имеются как периоды доминирования определенного подхода, так и переходные периоды одновременного существования несколько подходов к определению постулатов финансового менеджмента. При этом достижения предыдущих этапов органически включаются в состав последующих этапов, растворяясь в них.

В настоящий период в условиях мирового финансового кризиса российская экономика характеризуется нарастанием факторов неопределенности при осуществлении финансовой и хозяйственной деятельности. Логичным ответом на изменение экономических условий становится новый этап развития финансового менеджмента — внедрение риск-ориентированного подхода.

Любое финансовое решение должно приниматься с учетом риска. Однако при риск-ориентированном подходе в управлении финансами необходимо четкое осознание того, что устранение риска не главная задача, не самоцель финансового менеджмента, а задача, подчиненная цели создания механизма, способного обеспечить эффективное ведение финансовой деятельности в условиях неопределенности и риска.

Таков краткий экскурс в историю становления современной парадигмы финансового менеджмента.

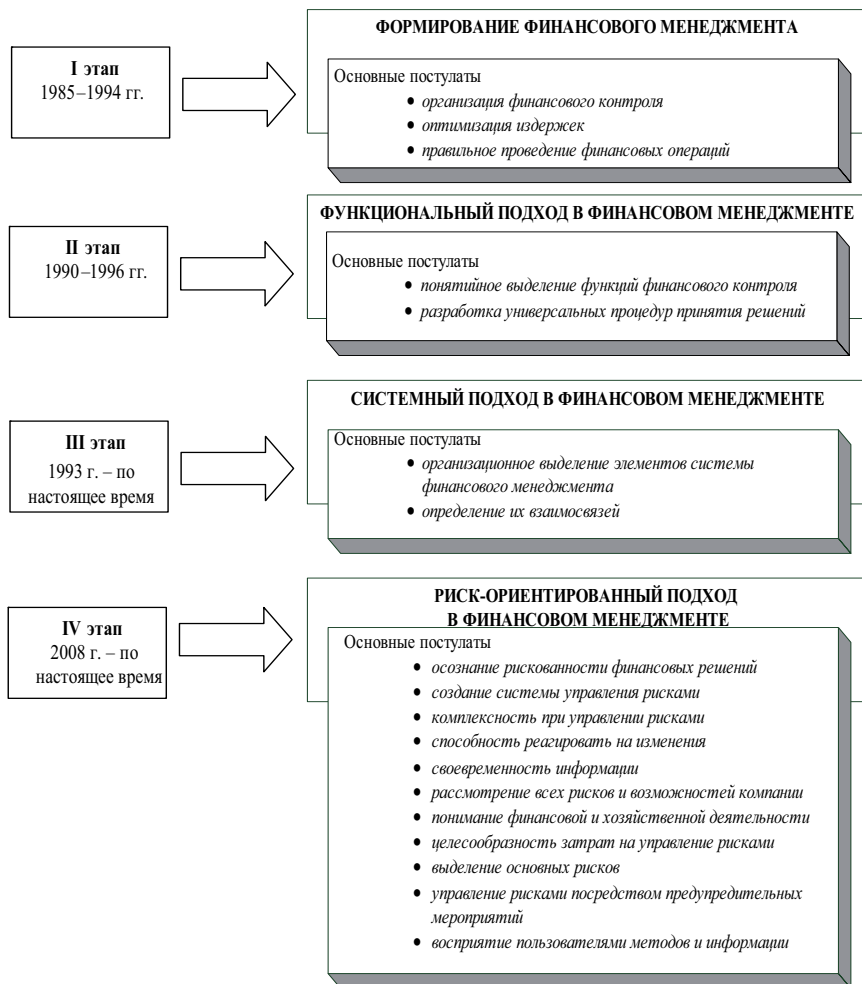
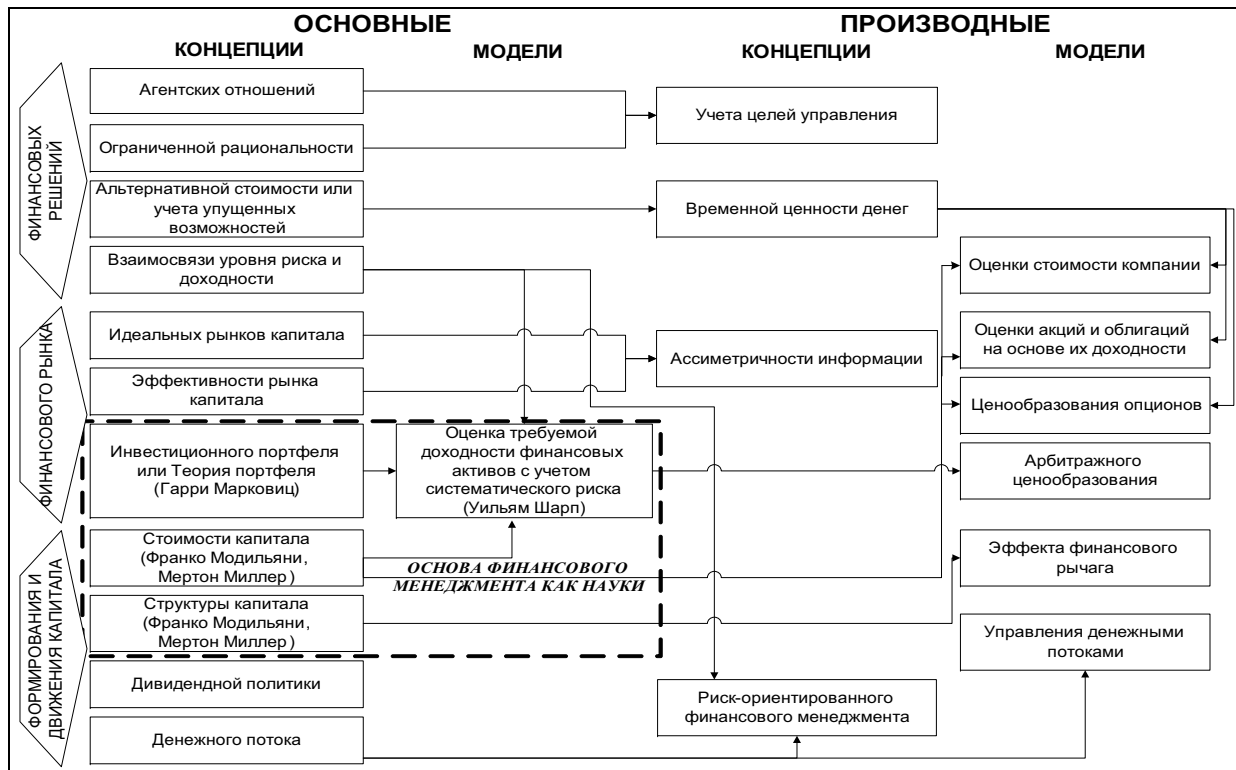


Рисунок 2.1 — Этапы развития финансового менеджмента в России

Систему важнейших теоретических концепций и моделей, составляющих основу современной парадигмы финансового менеджмента, можно условно подразделить на основные и производные концепции и модели финансового менеджмента (рисунок 2.2).





К основным концепциям финансового менеджмента мы относим идеи, являющиеся в настоящее время базой финансового менеджмента.

Производные концепции и модели финансового менеджмента являются либо комбинацией, либо частным случаем применения, либо развитием основных концепций.

И в основных, и в производных концепциях и моделях целесообразно выделять следующие группы концепций и моделей: финансовых решений; финансового рынка; формирования и движения капитала. К группе концепций формирования и движения капитала относятся концепции и модели по управлению финансами “внутри” организации; к группе концепций и моделей финансового рынка относятся концепции и модели, отражающие положение вещей “вне” организации — на финансовом рынке. К группе концепций и моделей финансовых решений относятся концепции по принятию финансовых решений, применяемые как внутри, так и вне организации.

Предложенная классификация позволяет учесть все разнообразие теорий финансового менеджмента и корпоративной практики и может служить методологической основой выявления концепций и моделей управления финансами, адекватных условиям российской экономики.

Рассмотрим краткое содержание теоретических концепций и моделей финансового менеджмента в разрезе каждой из этих групп.

## **2.2. Основные концепции финансового менеджмента**

Все теоретические концепции и модели, составляющие основу современной парадигмы финансового менеджмента, сформированы в реалиях экономики с длительным доминированием капиталистических рыночных отношений.

В этой связи научный и практический интерес представляет научное обоснование возможности (с полной или с частичной адаптацией) или невозможности применения основных концепций и моделей к условиям российской экономики.

Группа основных концепций принятия финансовых решений включает концепции: агентских отношений; ограниченной рациональности (приоритета экономических интересов собственников); альтернативной стоимости и соотношения риска и доходности.

**Концепция агентских отношений** (Agency Costs Conception) является основополагающей концепцией менеджмента. Основой агентской теории является модель взаимоотношений “принципал — агент”, согласно которой работодатель (принципал) поручает за определенное вознаграждение агенту действовать от его имени и в интересах максимизации благосостояния принципала (собственника). Агентская теория строится на предположении, что агенты, нанятые принципалами, действуют с целью увеличения полезности для себя, а не для принципала.

Проблема между работодателем и агентом возникает, когда последний обладает большей информацией и знаниями и использует их к собственной выгоде за счет работодателя. Например, в корпорации акционеры выступают в качестве работодателей, а высокопоставленные исполнительные руководители — в качестве агентов. Обычно агенты более информированы о положении дел и перспективах корпорации, чем акционеры. Информационная асимметрия позволяет агентам преследовать личные цели. Несмотря на то что деятельность высших исполнительных руководителей контролируется советом директоров корпорации, последние не способны выявить истинную подоплеку всех действий первых. Совет директоров не обладает всей полнотой информации, и у большинства его членов есть и другие, основные для них, обязанности.

Для того чтобы мотивировать менеджмент, совет директоров может выплачивать специальное вознаграждение менеджеру за деятельность в соответствии со сформулированными советом целями корпорации. Такое вознаграждение может принимать форму участия в прибылях или получения пакета акций, но смысл его состоит в том, что доступ к этим материальным благам менеджмент может получить только тогда, когда прибыль корпорации высока и достигаются необходимые пока-

затели. Такая система стимулов способна уменьшить конфликт между работодателями и агентами.

Стимулирование и мониторинг менеджмента связаны с дополнительными затратами средств (агентскими издержками), объективно обусловленными разделением прав собственности и управления организацией. Агентские издержки представляют собой те потери, которые несет компания вследствие конфликта интересов собственников и управленцев.

Впервые классификацию агентских издержек (рисунок 2.3) предложили американцы Майкл Дженсен и Уильям Меклинг в работе по применению теории агентских отношений к финансовому управлению “Теория фирмы: управленческое поведение, агентские затраты и структура собственности” (1976 г.).

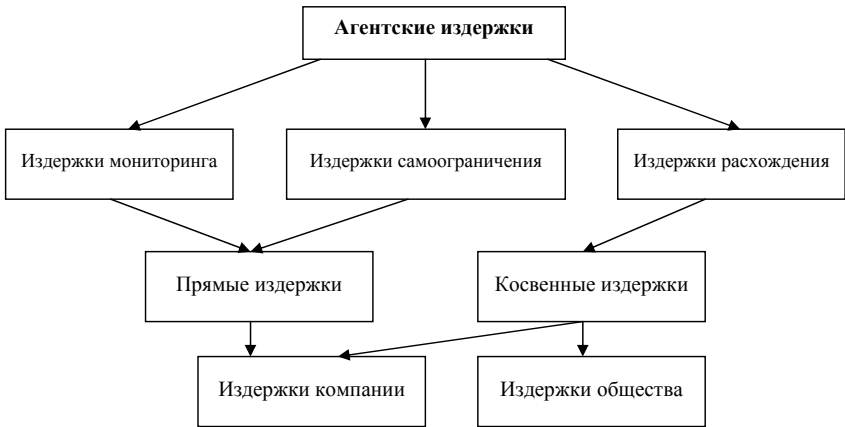


Рисунок 2.3 — Классификация агентских издержек

Они разделили агентские издержки на три составляющие. Первая составляющая — это издержки мониторинга (контроля) со стороны принципала (monitoring costs): расходы на написание контрактов и контроль над их исполнением, усилия по надзору и оценке деятельности агента.

Вторая составляющая — издержки самоограничения со стороны агента (bonding costs): расходы на гарантию того, что

агент не предпримет определенных действий в ущерб принципалу, в противном случае — компенсирует нанесенные потери.

Помимо издержек контроля принципала и издержек самоограничения агента возникает определенное разногласие между решениями, принимаемыми агентами, и оптимальными решениями, которые максимизировали бы благосостояние принципала.

Сокращение благосостояния принципала в этом случае, которое представляет собой издержки упущенных возможностей, называют издержками расхождения (residual loss) и относят к третьей составляющей агентских издержек.

В отличие от данной теории профессор А. В. Либман агентские издержки подразделяет на прямые и косвенные (таблица 2.1).

Таблица 2.1 — Типология агентских издержек

<b>ПРЯМЫЕ ИЗДЕРЖКИ</b>	
Издержки мониторинга	
Затраты на организацию проведения общего собрания акционеров	
Затраты на содержание Совета директоров	
Затраты на содержание ревизионной комиссии	
Затраты на ведение реестра акционеров	
Издержки самоограничения	
Затраты на внутренний аудит корпорации	
Затраты на страхование рисков	
<b>КОСВЕННЫЕ ИЗДЕРЖКИ (ИЗДЕРЖКИ РАСХОЖДЕНИЯ)</b>	
Привилегии менеджмента	Использование средств корпорации в личных целях, чрезмерное потребление: роскошные офисы, корпоративные самолеты и т. д.
Сопrotивление привлечения капитала	Противодействие привлечению нового капитала из-за опасения потери влияния
Сопrotивление смене руководства	Противодействие найму нового квалифицированного персонала из-за опасения потери рабочего места
Сопrotивление выгодному слиянию или ликвидации	Противодействие выгодному слиянию или ликвидации из-за опасения потери рабочего места
Борьба за власть	Борьба за контроль над компанией, отвлекающая от основных задач управления и препятствующая эффективному функционированию компании

<b>КОСВЕННЫЕ ИЗДЕРЖКИ (ИЗДЕРЖКИ РАСХОЖДЕНИЯ)</b>	
Трансфертные цены	Использование служебного положения при установлении заниженных цен на отпускаемую продукцию и выборе контрагента, которым является компания, принадлежащая менеджменту
Инвестирование в неприбыльные проекты	Осуществление инвестиций в заведомо невыгодные проекты вместо выплат акционерам с целью извлечения выгод от работы с денежными потоками
Неоправданный рост компании	Расширение компании в ущерб интересам собственников (путем поглощений или организации новых направлений бизнеса), не достигающее нужной синергии, но увеличивающее значимость и размеры вознаграждения менеджмента
Издержки общества	Потери, которое несет общество (в масштабах государства) в результате обострения конфликта интересов и, как следствие, разрушения корпораций

Агентские издержки причиняют вред не только корпорации и ее инвесторам, но и в некоторых случаях могут нанести значительный ущерб и всему экономическому сообществу. Агентские издержки общества проявляются в тех огромных потерях, которые несет общество по причине краха крупных корпораций. Эти издержки общества можно причислить в агентским, поскольку они являются прямым следствием финансовых махинаций руководителей корпораций. Злоупотребление менеджмента, фальсификация финансовой отчетности, завышение доходов уже привели к банкротству ведущих мировых компаний, таких как Enron, WorldCom и др., что повлекло за собой увольнение тысяч служащих, панику на фондовых рынках и общий спад, рецессию в экономике. Ущерб для экономики в целом от подобных банкротств огромен и с трудом поддается оценке.

Концепция агентских отношений как идея применима в любой экономике, однако конкретные следствия и механизмы ее применения в различных экономиках и организациях различны.

Так, в современной российской экономике очень сложно внедряется основной рецепт решения противоречий между собственником и агентом, применяемый в западной экономике, — установление высокого уровня заработной платы менеджеров, существенным образом зависящей от показателей деятельности, характеризующих достижение целей собственников. Корень этой проблемы кроется в менталитете российских собственников и менеджеров, сформированном в условиях господства социалистической уравнилельной идеологии в области вознаграждения работников и агитационной идеологии в области мотивации работников.

Моральное неприятие основного следствия концепции агентских отношений — агентских издержек в виде вознаграждения менеджеров, связанного с показателями деятельности, вызвано не только неприятием высокого уровня заработной платы менеджеров (особенно менеджеров не топ-уровня), не являющихся собственниками, но и подходом, когда выплаты осуществляются как превентивная мера против возможного воровства руководителей.

Кроме ментальных препятствий в отношениях собственник — агент для применения концепции агентских отношений имеются ментальные препятствия в отношении государство — организация. Опросы общественного мнения показывают, что большинство граждан весьма терпимо относятся к обману государства, в частности к незаконному уменьшению налоговых выплат. Такая “оптимизация” налогообложения требует ведения “черной” или “серой” бухгалтерии, что в свою очередь затрудняет возможность установления взаимосвязи между результатами работы менеджмента и их вознаграждением.

Следует также отметить существенность влияния советских традиций, когда собственник — государство было далеко, директор предприятия рассматривался как царь и бог. При этом его официальная заработная плата не отличалась существенно от заработной платы других работников организации (во многих организациях она была и не самой большой, по крайней мере, официально).

Такие особенности менталитета российского общества приводят к специфическим принципам реализации концепции агентских отношений. Основная нагрузка делается на следующих процедурах принятия решений: сокращение перечня лиц, способных единолично принять окончательное решение; создание органов контроля и ревизии, концепций и моделей управления финансами коллективных органов исполнительной власти в организации.

Так, в крупнейшей российской корпорации “Газпром” высший менеджмент осуществляет коллективный орган — правление, а высшим органом, представляющим интересы собственников-акционеров, является совет директоров. Интересно, что и небольших сельских потребительских обществах — селпо — в соответствии с Законом РФ от 19 июня 1992 г № 3085-1 “О потребительской кооперации (потребительских обществ, их союзах) в Российской Федерации” высшим исполнительным органом является правление, а органом, представляющим интересы собственников-пайщиков — совет.

Таким образом, концепция агентских отношений как теоретическая идея, отражающая человеческую природу, применима в любой экономике. Однако в силу различий в менталитете существует специфика механизмов ее реализации в российской экономике, что нельзя не учитывать при внедрении современных западных подходов финансового менеджмента в российских организациях.

**Концепцию ограниченной рациональности** (Bounded Rationality) выдвинул известный ученый, американский профессор Герберт Саймон (Herbert Simon). Она вызвала огромный интерес и оценена как “крупный теоретический вклад в дело исследования принятия решений”. В 1978 г. Герберту Саймону была присуждена Нобелевская премия по экономике “за новаторские исследования процесса принятия решений в экономических организациях, в фирмах”.

Концепция предполагает, что менеджмент организации ищет не лучшее, а приемлемое для собственников решение проблем. При этом менеджер останавливается на приемлемом ре-



шении не в силу принятия выгодных лично для себя решений (как в концепции агентских отношений), а в силу психологических особенностей принятия решений и недостатка информации, времени для перебора всех вариантов решений. Исходя из данных соображений, Саймон предложил отказаться от использования понятия “оптимальное решение” (т. е. наиболее эффективное и рационально обоснованное), заменив его понятием решения “удовлетворительного” (satisfying).

В финансовом менеджменте идея Герберта Саймона трансформировалась в формулирование его главной цели как повышение благосостояния собственников организации, где основным индикатором достижения этой цели служит “максимизация рыночной цены организации”. Неслучайно у профессора И. А. Бланка концепция обозначена как “концепция приоритета экономических интересов собственников”. Концепцию можно рассматривать как предшественницу концепции агентских отношений, которая представляет собой ее более современный и полный вариант.

В этой связи нужно рассматривать два аспекта этой концепции. Первый аспект — психология принятия управленческих решений. Абсолютное большинство специалистов разделяют мнение о наличии ограниченной рациональности в поведении менеджеров. Такое поведение характерно для большинства менеджеров всех стран мира. Другой аспект концепции — в доминировании интересов собственников в принимаемых менеджментом решениях.

Концепция **альтернативной стоимости**, или **учета упущенных возможностей** (Opportunity Costs Concept) была разработана экономистом, представителем австрийской школы в политической экономии Фридрихом Визером.

Смысл концепции альтернативной стоимости состоит в том, что принятие любого финансового решения связано с отказом от какого-то альтернативного варианта.

Альтернативная стоимость (альтернативные затраты, издержки) — это максимально возможный вклад в прибыль, от которого отказываются при использовании ограниченных ресурсов для определенной цели. Альтернативные издержки не включа-

ются в официальные финансовые отчеты, но они могут быть использованы при обсуждении выгоды при принятии конкретного финансового решения.

Существенной особенностью применения концепции альтернативной стоимости в некоммерческих организациях, таких как организации потребительской кооперации, является необходимость рассматривать как альтернативные коммерческое и некоммерческое применения имеющихся ресурсов. По существу и по правовому статусу потребительские общества представляют собой некоммерческие организации. Вся деятельность потребительской кооперации направлена на удовлетворение потребностей людей, абсолютное большинство которых живет за чертой бедности. Развивая производство товаров и услуг, жизненно необходимых людям, организации потребкооперации в первую очередь думают о потребностях жителей села, и лишь во вторую — о финансовых результатах. В отличие от коммерческих структур, кооператорам необходимо не простое сравнение собственных выгод и затрат, ресурсов и потребностей, но сопоставление эффективности и социальной справедливости каждого хозяйственного решения. Потребительская кооперация сознательно несет финансовые потери, связанные с обслуживанием селян в отдаленных и малочисленных населенных пунктах. Это недополученные доходы от реализации товаров по ценам, не учитывающим реальный размер затрат по доставке товаров, убытки от эксплуатации автолавок на маршрутах, которые заведомо не принесут большого оборота, затраты по оказанию бесплатных услуг населению, потери от товаров, отпущенных людям в долг и др. Следует правильно формировать и использовать по назначению информацию обо всех видах расходов и потерь потребительских обществ в связи с борьбой с бедностью и реализацией социальной миссии.

Поскольку возможность альтернативных решений существует в любой экономике, в целом следует отметить и теоретическую применимость идеи, и ее реальное применение в практике российских организаций, что находит отражение прежде всего в использовании моделей анализа дисконтированных денеж-

ных потоков. Однако требование научной и методической обоснованности применения этих моделей (являющихся математической формализацией концепций финансового менеджмента и прежде всего концепции альтернативной стоимости) приводит к выводу о необходимости их адаптации к условиям экономики и деятельности конкретной организации.

Теоретические основы **концепции взаимосвязи уровня риска и доходности** (Risk and Return Conception) впервые сформулировал в своей докторской диссертации о предпринимательской прибыли Фрэнк Хейнеман Найт. Его научная работа была опубликована в 1921 г. под названием “Риск, неопределенность и прибыль”.

Ф. Найт предложил в качестве термина “риск” использовать “измеримую неопределенность” или “вероятностную (стохастическую) определенность” при известном распределении случайной величины моделируемой рискованной ситуации. Слово “неопределенность” Ф. Найт предлагал применять, когда исход не определен, распределение вероятностей остается неизвестным, т. е. имеет место “неизмеримая неопределенность”. Он также выделил основные способы обращения с рисками: консолидация, разделение, принятие, передача, уклонение и снижение за счет получения дополнительной информации.

Итак, сущность этой концепции состоит в том, что получение любого дохода в бизнесе сопряжено с риском и при принятии решения следует руководствоваться не только ожидаемыми выгодами, но и возможными потерями.

Поскольку риск признается всеми, концепция применима в российской экономике в теоретическом плане, однако методы ее практического применения требуют адаптации. Прежде всего это касается моделей анализа дисконтированных потоков наличности, предполагающих изменение нормы дисконта в зависимости от риска (учета в норме дисконта премии за риск). Общепринятая практика заключается в вычислении этой нормы исходя из динамики котировок акций компаний на фондовом рынке. Как мы рассмотрим дальше, это не всегда возможно в условиях российской экономики.

Другая особенность также связана с поведением инвесторов фондового рынка. Есть устоявшееся выражение: больше риск — больше доходность. Оно означает, что в силу того, что инвестор, видя повышенный риск, потребует в качестве компенсации повышенную доходность (такая компенсация называется премией за риск), более рискованные инвестиции на фондовом рынке предполагают наличие возможности получения большей доходности. Однако такая логика работает только на совершенных рынках, а российский рынок весьма сложно отнести к такому рынку. Повышенный риск сам по себе не означает повышенной доходности, так как она является результатом работы рыночных механизмов. В силу этого в российской действительности более доходными могут оказаться менее рискованные инвестиции.

Группу базовых концепций финансового рынка составляют: концепция идеальных рынков капитала, концепция эффективности рынка капитала, концепция инвестиционного портфеля, модель оценки требуемой доходности финансовых активов с учетом систематического риска.

**Концепция идеальных, или совершенных, рынков капитала** (Perfect, or Frictionless, Capital Markets) подразумевает следующее:

- отсутствие транзакционных издержек (затрат на перевод средств из одних активов в другие);
- отсутствие налогов и сборов;
- отсутствие влияния на цену актива отдельной сделки по нему, а также невозможность изменения рыночной цены актива действиями одного покупателя или продавца в силу наличия большого числа как продавцов, так и покупателей данного актива и незначительности объемов сделки по сравнению с суммарным объемом сделок по активу;
- равный доступ на рынок юридических и физических лиц;
- бесплатность и общедоступность информации по рынку;
- одинаковость видения будущей ситуации на рынке всеми игроками рынка;
- отсутствие издержек, связанных с финансовыми затруднениями.

Следует отметить, что большинство этих условий на реальных финансовых рынках не соблюдается. Однако о теориях, базирующихся на этой концепции, следует судить прежде всего о близости получаемых с их помощью выводов к реалиям рынков. Такое совпадение возможно в силу двух факторов:

1) незначительности отклонения от предположений — например, транзакционные издержки присутствуют, но являются незначительными на фоне объемов операций;

2) несущественности предположений для сделанных выводов — например, дальнейшие исследования показывают, что сделанные выводы можно получить и при более мягких условиях, чем первоначальные предположения об идеальности рынка.

Таким образом, хотя положения концепции идеальных рынков капитала и не справедливы для реальных рынков, она способна стать первым предположением для построения реалистичных финансовых теорий.

**Концепция эффективности рынка капитала** (Capital Market Efficiency Concept) в научной литературе известна как гипотеза эффективности рынка (Efficient Market Hypothesis, ЕМН). Существуют два вида рыночной эффективности:

- рабочая (Operationally), которая проявляется в плавной работе рынка ценных бумаг и своевременной обработке поступающих поручений;

- информационная (Informationally), при которой рыночные цены ценных бумаг быстро реагируют на новую информацию.

Предмет теории эффективного рынка — информационная эффективность. Родоначальником теории эффективного рынка является Юджин Фама, профессор Чикагского университета. Ю. Фама сформулировал и практически обосновал критерии для разграничения следующих форм эффективности рынка:

- слабой (Weak Form Efficiency);
- полусильной (Semistrong Form Efficiency);
- сильной (Strong Form Efficiency).

При слабой форме эффективности последовательные изменения цены акции не зависят один от другого (т. е. от прошлой ценовой информации), поскольку цены меняются в соответствии

с теорией блужданий, что делает бесполезным прогноз будущего движения с помощью анализа истории рынка. В соответствии с теорией слабой формы эффективности изучение динамики цен прошлых периодов едва ли поможет кому-либо получить сверхдоходы.

В условиях полусильной формы эффективности текущие цены отражают не только имевшиеся в прошлом изменения цен, но и всю равнодоступную участникам информацию (Public Information), которая включает:

- отчеты, публикуемые в газетах и финансовой прессе;
- различные правительственные публикации;
- всевозможную информацию, передаваемую по телевидению и радио, и др.

Согласно полусильной теории эффективности рыночные цены отражают публичную информацию, включая все данные о рынке, оказывающие влияние на принятие инвестиционного решения. Эта форма эффективности проявляется в быстром реагировании цен финансовых инструментов на новую информацию: об эмитентах, корпоративных событиях или акциях. Это означает, что дополнительное изучение всей равнодоступной информации не принесет дополнительного знания об объявленных на рынке ценах, т. е. подобное изучение не имеет ценности и затраты на него неоправданны.

Сильная форма эффективности означает, что текущие цены отражают не только общедоступную информацию, но и частную (Private), которая не является достоянием широкой общественности. Достаточно очевидно, что о существовании сильной формы эффективности можно предполагать лишь в теоретическом плане.

В целом гипотеза эффективного рынка гласит, что рыночные цены отражают ожидания, восприятия и знания всех инвесторов, поэтому искать недооцененные акции или прогнозировать изменение тренда бесполезно. Любое новое изменение отражается на ценах акций, и бороться с рынком невозможно. Вряд ли профессиональные участники рынка ценных бумаг эффективнее используют рынок, чем инвесторы, выбирающие акции из доступных списков (например, из газет).

Гипотеза эффективного рынка является предметом интенсивных и жарких дискуссий и многочисленных эмпирических исследований.

Относительно реалий российского финансового рынка можно утверждать, что западными инвесторами не в должной мере учитывается характер и специфика агентских отношений в российских компаниях.

**Концепция инвестиционного портфеля, или теория портфеля (Portfolio Theory)** является основополагающей в финансовом менеджменте. Началом того, что ныне называется МРТ — Modern Portfolio Theory (современная теория портфеля) — принято считать работы Гарри Марковица (Harry Markovitz), в частности его первую публикацию, написанную на основе его докторской диссертации “Выбор портфельных инвестиций” (“Portfolio Selection”), напечатанную в “Журнале финансов” (“The Journal of Finance”) в начале 1952 г. В ней он предложил математическую модель формирования оптимального портфеля ценных бумаг, а также привел методы построения таких портфелей.

Главными элементами в теории портфеля были доходность и риск. В качестве показателей риска использовались: дисперсия, среднеквадратическое отклонение, коэффициент корреляции, коэффициент ковариации, которые будут рассмотрены в гл. 5 “Управление портфелем ценных бумаг”.

Именно Г. Марковиц первым привлек внимание к общепринятой практике *диверсификации портфеля*. Хорошо *диверсифицированный портфель* — инвестиционный портфель, составленный из большого количества разных по инвестиционным качествам ценных бумаг с целью снижения риска общих потерь и повышения совокупной доходности.

Он точно показал, как инвесторы могут уменьшить стандартное отклонение доходности портфеля, выбирая акции, цены на которые изменяются по-разному (профессор Г. Марковиц, как и все американские ученые, говоря об инвестициях, подразумевает в основном только ценные бумаги, поскольку в США это — главный вид инвестиций).

Хотя теория портфеля в том виде, в каком она была разработана Г. Марковицем, учит инвесторов, как следует измерять

уровень риска, она не конкретизирует взаимосвязь между уровнем риска и требуемой доходностью. Данную взаимосвязь конкретизирует модель оценки доходности финансовых активов с учетом систематического риска.

**Модель оценки доходности финансовых активов с учетом систематического риска** (Capital Asset Pricing Model, **CAPM**) разработана в продолжение концепции теории портфеля американским исследователем Уильямом Шарпом, опубликовавшем ее в 1964 г. в работе “Цены финансовых активов” (Capital Asset Prices). Ее основу составляет определение необходимого уровня доходности отдельных финансовых инструментов инвестирования с учетом уровня их систематического риска.

*Систематический риск* — риск, связанный с изменениями экономической ситуации в стране. Этот риск влияет на все ценные бумаги, хотя и в разной степени, поэтому он не может быть устранен посредством диверсификации. Другими словами, такому типу риска будет подвержен даже инвестор, располагающий хорошо диверсифицированным портфелем.

*Несистематический риск* — специфический для конкретной компании риск, который в значительной степени может быть уменьшен посредством диверсификации.

*Суммарный риск* состоит из диверсифицируемого и недиверсифицируемого риска.

Таким образом, значимым является не весь риск, связанный с владением акциями, поскольку часть его устранима путем диверсификации. Важной составляющей риска акции является неизбежный, или систематический риск. Чем больше систематический риск ценной бумаги, тем большей доходности от нее будут ждать инвесторы.

Модель оценки доходности финансовых активов с учетом систематического риска (CAPM) — модель, описывающая связь между риском и ожидаемой доходностью, согласно которой ожидаемая доходность ценной бумаги равна безрисковой процентной ставке плюс премия, учитывающая систематический риск такой ценной бумаги.

$$K_s = K_{BB} + (K_{PB} - K_{BB}) \times \square,$$



где  $K_{\text{ББ}}$  — безрисковая доходность (ставка), %;

$K_{\text{РБ}}$  — ожидаемая средняя доходность портфеля, состоящего из всех акций фондового рынка (или рыночного портфеля), %;

$K_s$  — ожидаемая доходность акции компании или другого актива, %;

$\beta$  — бета-коэффициент актива, доли единицы.

Ценовая модель рынка капитала САРМ имеет важное практическое значение для определения общей стоимости капитала организации и требуемой нормы доходности для отдельных финансовых инструментов, включаемых в инвестиционный портфель. Модель можно рассматривать как конкретное применение концепции взаимосвязи уровня риска и доходности на фондовом рынке и развитие теории портфеля.

Следует отметить, что концепции финансового рынка, такие как САРМ, не получают должного теоретического подтверждения на российском рынке, тем не менее они широко используются российскими организациями. Они используются прежде всего для получения представления о стоимости собственного капитала, т.е. в области внутренних представлений организации о самой себе. И, следовательно, такое использование не позволяет говорить о доказательстве практической применимости изложенных подходов.

Таким образом, все концепции финансового рынка являются теоретическими построениями, не вполне совпадающими с характеристиками реальных рынков, но могут достаточно корректно применяться на финансовых рынках. Что касается российских финансовых рынков, то основные модели и концепции, в той или иной степени отражающие функционирование мировых рынков, для них неприменимы.

Третьей группой основных концепций являются концепции формирования и движения капитала, отражающие современные теоретические идеи по управлению капиталом организации.

**Концепция стоимости капитала (Cost of Capital Conception).** Первоначальные теоретические разработки этой проблемы были осуществлены еще в 1938 г. американским экономистом Джоном

Вильямсом и изложены в работе “Теория инвестиционной ценности” (The Theory of Investment Value). Однако в наиболее системном виде в увязке с главной целью финансового менеджмента эта концепция получила отражение в 1958 г. в работе известных американских исследователей Франко Модильяни и Мертона Миллера “Стоимость капитала, корпоративные финансы и теория инвестиций” (The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment).

Сущность этой концепции состоит в том, что затраты на привлекаемый капитал существенно различаются в зависимости от источника. Стоимость капитала (Cost of Capital) представляет собой среднюю цену, которую акционерное общество платит за его привлечение из различных источников. Она определяется как средневзвешенная величина:

$$\text{СВСК (WACC)} = \sum_{i=1}^n k_i d_i,$$

где СВСК (WACC) — средневзвешенная стоимость капитала, %;

$k_i$  — стоимость  $i$ -го финансового источника, %;

$d_i$  — доля  $i$ -го источника в общей сумме финансовых средств.

Говоря о применимости концепции в современных российских условиях, следует отметить, что идея о платности всех финансовых источников и о различной стоимости использования этих источников безусловно верна. Однако существенную сложность представляют попытки применить какой-либо из используемых в странах с длительным доминированием рыночных отношений метод расчета стоимости собственного капитала в российских условиях.

Это вызвано спецификой отношений собственники — менеджеры, а также особенностью их менталитета, что приводит к сложности использования финансовых индикаторов. В таких условиях наиболее адекватным методом определения стоимости собственного капитала является ее директивное определение в компании исходя из ожиданий собственников.

**Концепция структуры капитала** (Capital Structure Concept) отражает механизм влияния соотношения собственного и заемно-

го капитала на рыночную стоимость компании. Кроме этого, структура капитала оказывает существенное влияние на результаты текущей, инвестиционной и финансовой деятельности организации, а также на рентабельность активов и собственного капитала. Теории структуры капитала начали формироваться с середины XX века. Авторами первых научных разработок по данной проблеме являются известные экономисты: Ф. Модильяни, М. Миллер, М. Гордон, М. Дженсен, С. Майерс, Дж. Уорнер и др. В процессе генезиса данной проблемы были сформированы несколько обобщающих теорий структуры капитала (таблица 2. 2):

- 1) теория индифферентности структуры капитала (ранняя теория Модильяни-Миллера, (М&М));
- 2) традиционная теория структуры капитала (М&М);
- 3) компромиссная теория структуры капитала;
- 4) теория противоречия интересов при формировании структуры капитала.

Таблица 2.2 — Теории структуры капитала

<b>Теория структуры капитала</b>	<b>Содержание</b>	<b>Исходные условия</b>	<b>Рекомендации</b>	<b>Результаты использования на практике</b>
1. Теория индифферентности структуры капитала	Рыночная стоимость компании не зависит от структуры капитала	Рынок является “совершенным”	Рыночная стоимость компании не зависит от структуры капитала	Не отражает реальной практики
2. Традиционная теория структуры капитала	Рост удельного веса заемного капитала ведет к повышению стоимости компании	Рынок является “почти совершенным”: на “совершенном” рынке действует налог на прибыль	Рост удельного веса заемного капитала	Увеличение доли заемного капитала может привести к утрате финансовой устойчивости и банкротству
3. Компромиссная теория структуры капитала	Структура капитала складывается под влиянием	Рынок является “почти совершенным”:	Формирование показателя средне-взвешенной	Применяется на практике

## Окончание таблицы 2.2

Теория структуры капитала	Содержание	Исходные условия	Рекомендации	Результаты использования на практике
	янием многих факторов, имеющих противоположное воздействие на рыночную стоимость предприятия	на “совершенном” рынке действует налог на прибыль, есть риск банкротства, имеются “операционные расходы формирования капитала”	стоимости с, учетом операционных расходов по привлечению на рынке капитала его отдельных элементов и риска	
4.Теория противоречия интересов при формировании структуры капитала	Выравнивание уровня информированности менеджеров, собственников и кредиторов вызывает увеличение стоимости его отдельных элементов	Асимметричность информации. Затраты на осуществление контроля	Корректировка процесса оптимизации с учетом асимметричности информации. И затрат на осуществление контроля	Применяется на практике

В основе этих теорий лежат противоречивые подходы к возможности оптимизации структуры капитала организации и выделению приоритетных факторов, определяющих механизм такой оптимизации.

Проблема определения оптимального соотношения собственного и заемного капитала безусловно актуальна для любой, в том числе, российской организации. Приоритет конкретных критериев оптимизации структуры капитала компания определяет самостоятельно, поэтому не существует единой оптимальной структуры как для разных организаций, так и для одной организации на разных стадиях ее развития.

Процесс оптимизации предполагает установление целевой структуры капитала, т. е. соотношение собственных и заемных средств организации, которое позволяет в полной мере обеспечить достижение избранного критерия оптимизации.

Конкретная целевая структура капитала обеспечивает заданный уровень доходности и риска в деятельности компании, минимизирует средневзвешенную его стоимость или максимизирует рыночную стоимость организации.

Показатель целевой структуры капитала организации отражает финансовую идеологию ее собственников или менеджеров и входит в систему стратегических целевых нормативов ее развития. Таким образом, в совокупности теории структуры капитала утверждают:

- 1) использование заемного капитала выгодно организации;
- 2) большая доля заемного капитала приводит к потерям;
- 3) для каждой организации существует свое оптимальное соотношение собственного и заемного капитала.

Наиболее существенные выводы в рамках **концепции дивидендной политики** были получены М. Миллером и Ф. Модильяни, которые рассматривали механизм влияния дивидендной политики на рыночную цену акций корпорации. Основами теоретических разработок этой проблемы послужило исследование Д. Линтнера, опубликованное в 1956 г. “Распределение корпоративного дохода между дивидендами, капитализацией и налогами”. Оно касалось дивидендных выплат 28 американских компаний за период с 1947 по 1953 г. Результатом исследования стало выявление закономерности, согласно которой рассматриваемые компании 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. В настоящее время существует несколько теорий дивидендной политики, основными из которых являются:

1. *Теория irrelevance дивидендов (Dividend Irrelevance Theory)*. Ее авторы Ф. Модильяни и М. Миллер (M&M) убедительно доказали незначительность той роли, которую игра-

ют дивиденды для стоимости компании, поэтому выплата дивидендов должна осуществляться по остаточному принципу после того, как профинансированы все высокорентабельные инвестиционные проекты. Суть этой теории состоит в том, что величина дивидендов больше зависит от правильности инвестиционной политики, чем от того, в какой пропорции прибыль подразделяется на накапливаемую (инвестиции) и потребляемую (дивиденды). По этой теории цены обыкновенных акций после финансирования всех приемлемых проектов за счет прибыли плюс полученные по остаточному принципу дивиденды в сумме эквивалентны цене акций до распределения прибыли. Финансирование проектов за счет других внешних источников может быть связано со значительными расходами и в конечном итоге потерей прибыли. Поэтому, пока у компании имеются высокорентабельные проекты, их необходимо реализовать, направляя на развитие большую часть прибыли. Доказывая правоту своих предположений, авторы исходили из факторов роста рыночных цен акций. Рыночная цена акции ( $P$ ) зависит от величины дивидендов ( $D_1$ ), требуемой доходности ( $K_s$ ) и темпа роста дивидендов ( $g$ ).

Базовая модель цены акции (модель М. Гордона) имеет вид:

$$P = \frac{D_1}{K_s - g}.$$

Разработка дивидендной политики должна быть нацелена на рост рыночной цены акции. Базовая формула может быть трансформирована по факторам роста цены:

$$P = \frac{D_1}{K_s - g} = \frac{EPS \times PR}{K_s - ROE \times RR},$$

где  $EPS$  — ожидаемая прибыль на акцию, руб.;

$PR$  — доля прибыли, направленная на дивиденды;

$RR$  — коэффициент реинвестирования прибыли ( $PR + RR = 1$ );

$ROE$  — рентабельность собственных средств (собственного капитала) ( $g = ROE \times RR$ ), доли единицы.

Доказывая целесообразность своей теории, авторы рассматривали четыре возможных варианта использования нераспределенной прибыли.

**Пример 2.1.** Ожидаемая прибыль на одну акцию (EPS) — 2 долл.; рентабельность собственных средств (ROE) — 10%; ожидаемая доходность на акцию ( $K_s$ ) — 10%.

*Вариант 1.* Вся прибыль выплачивается в виде дивидендов. В этом случае цена акции составит 20 долл.

$$P = \frac{2 \times 1}{0,1 - 0} = 20 \text{ долл.}$$

*Вариант 2.* Прибыль распределяется между дивидендами и реинвестированием (50%/50%). Процент реинвестирования не увеличивает ROE. В этом случае цена акции останется на том же уровне — 20 долл.:

$$P = \frac{2 \times 0,5}{0,1 - 0,1 \times 0,5} = 20 \text{ долл.}$$

*Вариант 3.* Прибыль распределяется между дивидендами и реинвестированием (50%/50%). Процент реинвестирования увеличивает ROE на 5%. В этом случае цена акции возрастает до 40 долл.

$$P = \frac{2 \times 0,5}{0,1 - 0,15 \times 0,5} = 40 \text{ долл.}$$

*Вариант 4.* Прибыль распределяется между дивидендами и реинвестированием (50%/50%). Процент реинвестирования уменьшает ROE на 5%. В этом случае цена акции падает до 13,33 долл.

$$P = \frac{2 \times 0,5}{0,1 - 0,05 \times 0,5} = 13,33 \text{ долл.}$$

Из этого можно сделать вывод, что:

- цена акций не зависит от выплаты или невыплаты дивидендов;
- цена акции зависит от величины реинвестированной прибыли при условии, что она направляется в проекты с рентабельностью выше достигнутого ROE;
- рост компании меньше, чем требуемая доходность;

- потенциал компании увеличивается только при условии  $ROE \geq 0$ ;

- дивиденды начисляются по остаточному принципу.

Однако доказательство своей теории М&М строили на понятии идеальных рынков капитала, когда не существует налогов, транзакционных издержек и издержек размещения ценных бумаг компаний, равнодоступность информации и т. п. Идея М&М серьезно критиковалась как теоретиками, так и практиками, которые указывали на нереальность исходных предпосылок теории иррелевантности. Однако, несмотря на критику, она имеет последователей до сих пор и вызывает дискуссию.

2. Теория *“синица в руках”* (*“Bird-In-The-Hand” Theory*), или предпочтительности дивидендов. Ее авторы М. Гордон и Д. Линтнер утверждают, что максимизация дивидендных выплат предпочтительнее максимизации нераспределенной прибыли. Основной вывод теории — в формуле ожидаемой общей доходности:

$$K_s = D_1/P + g,$$

дивидендная доходность  $D_1/P$  имеет приоритетное значение, так как является менее рискованной, чем  $g$ . На потенциальный доход от прироста цены акции ( $g$ ) в будущем влияет большое количество факторов, которые могут снизить инвестиционную привлекательность компании и повлиять на стоимость в сторону снижения. Авторы теории показывали, что инвесторы, исходя из принципа минимизации риска, всегда предпочитают текущие дивиденды, так как они уменьшают неопределенность относительно целесообразности и выгоды инвестирования в данную компанию; акционеры, будут готовы в этом случае заплатить большую цену за акции. Дивиденды, утверждали М. Гордон и Д. Линтнер, являются наличными деньгами, а прирост капитала компании “в лучшем случае журавль в небе”.

Однако противники этой теории, в частности М. Миллер, Ф. Модильяни, М. Бреннан и др., утверждают, что в большинстве случаев полученный в форме дивидендов доход все равно реинвестируется затем в акции своей или аналогичной акционерной компании, что не позволяет использовать фактор риска



как аргумент в пользу той или иной дивидендной политики. М&М назвали теорию “... заблуждением по поводу синицы в руках...”.

3. *Теория налоговой дифференциации (Tax Differential Theory)*. Была предложена в 1979 г. Р. Литценбергером и К. Рамасвами. Согласно данной теории стоимость компании максимизируется при низкой доле выплаты дивидендов, поскольку инвесторы того периода платили меньшие налоги на доход от прироста капитала, чем на дивиденды. В США с 1986 г. налог на дивидендный доход стал составлять 31%, на прирост капитала — 28%, т. е. налоги практически равны, поэтому позиция приверженцев данной теории ослабла.

Так как эти три теории имеют противоречивые утверждения, учеными была проведена эмпирическая проверка дивидендной политики, результаты проверки не дали точного заключения о влиянии изменений в политике дивидендов на цены акций и капитала. Поэтому определение оптимальной политики выплаты дивидендов до настоящего времени затруднено. В 1977 г. Стивен Росс предложил “побудительно-сигнальную” гипотезу. Данная теория основана на учете психологии инвесторов. Считается, что выплаты высоких дивидендов свидетельствует о том, что:

- компания находится на подъеме и может обеспечить рост прибыли не только в текущем году, но и в будущем;
- компания нацелена на повышение инвестиционной привлекательности и на дальнейшее развитие.

При применении этих подходов к российским условиям следует иметь в виду, что дивиденды напрямую отражают интересы собственников и, следовательно, в наибольшей степени зависят от характера взаимоотношений менеджмент — акционеры и групп акционеров между собой. Таким образом, дивидендная политика в условиях конкретной российской организации прежде всего отражает эти особенности, нежели выбранную дивидендную теорию.

**Концепция денежного потока (Cash Flow Concept)** — одна из базовых концепций финансового менеджмент, согласно которой с любой финансовой операцией может быть ассоциирован некоторый денежный поток, т. е. множество распределенных во времени выплат (оттоков) и поступлений (притоков), по-

нимаемых в широком смысле. В качестве элемента денежного потока могут выступать денежные поступления, платежи и др. (рисунок 2.4).



Рисунок 2.4 — Денежные потоки организации

Денежные потоки обслуживают хозяйственную деятельность организации практически во всех ее аспектах и структурных подразделениях; недаром денежный поток часто представляют как систему “финансового кровообращения” хозяйственного организма организации. Темпы развития этого организма, его финансовой устойчивости определяются тем, насколько направления и объемы денежных потоков отрегулированы между собой по времени. Высокий уровень организации системы денежных потоков компании обеспечивает ее финансовое равновесие в процессе жизни. Идея о возможности ассоциации некоторого денежного потока с любой финансовой или хозяйственной операцией, безусловно верна и может быть использована для принятия решений в современных российских условиях.

Следует отметить, что в условиях рыночной экономики управление денежными потоками неразрывно связано с мно-

гочисленными рисками. Влияние рисков денежных потоков на результаты деятельности компании очень велико. Под риском денежных потоков понимается вероятность возникновения неблагоприятных последствий в форме уменьшения входящих и увеличения исходящих денежных потоков в ситуации неопределенности условий осуществления финансовых операций, ведущих к потере финансовой независимости и угрозе банкротства.

Существуют различия в подходах измерения рисков в финансовых институтах и нефинансовых организациях. Исторически первым шагом к постоянному измерению рисков стало применение расчета так называемой ценности в зоне риска (Value-at-Risk, VaR), которая стала использоваться крупными банками в конце 1980-х — начале 1990-х гг. для измерения совокупного риска трейдингового портфеля (в основном ценные бумаги с фиксированным доходом).

Считается, что идея VaR принадлежит Дэннису Везерстону, председателю совета директоров банка J. P. Morgan<sup>1</sup>, который хотел каждый день в 16:15 получать отчет о максимальных потерях по всем позициям в банке по торговле на фондовом рынке, ожидаемых в ближайшие 24 часа. Этот отчет должен был уместиться на одной странице и быть понятен совету директоров банка. Он был разработан в начале 1990-х гг. и получил известность как “Отчет 415”. В 1993 г. термин “Value-at-Risk” впервые появился в докладе, подготовленном J. P. Morgan по заказу “Группы тридцати” (G30), некоммерческой организации, объединяющей крупнейшие финансовые организации США. В октябре 1994 г. банк J. P. Morgan опубликовал систему RiskMetrics(tm), на основе которой был разработан и программный пакет по вычислению VaR. Методика и программа быстро завоевали популярность среди финансовых учреждений.

Суть ее заключается в следующем. Существенная часть активов в банках представляет собой портфель ценных бумаг и

---

<sup>1</sup> J. P. Morgan — финансовый гигант, третий по величине банк в США. Кредитное учреждение основано Джоном П. Морганом, базируется в Нью-Йорке.

портфель различных валют. Под ценностью в зоне риска понимают выраженную в денежных единицах оценку величины, которую с заданной вероятностью не превысят возможные потери (снижение цен на портфели бумаг и валют) в течение заданного периода времени.

Стимулом к распространению VaR среди нефинансовых корпораций стало решение американской Комиссии по ценным бумагам и биржам (англ. Securities & Exchange Commission — SEC). В 1997 г. SEC установила для всех подотчетных ей компаний правила по обязательному раскрытию информации о рыночной стоимости используемых деривативов и финансовых активов, чувствительных к колебаниям финансовых рынков. В результате появилась потребность в создании версии VaR, отражающей специфику рисков в нефинансовых корпорациях. Однако большинство активов нефинансовых компаний неликвидны, и колебания рыночной цены их активов, как правило, не представляют значительной угрозы для их существования (в отличие от финансовых институтов).

Для нефинансовых коммерческих организаций основным риском является опасность снижения операционных денежных потоков. Поэтому ключевой стоимостной метрикой риска стал другой показатель — денежный поток в условиях риска (англ. Cash Flow at Risk, C-FaR).

Для реализации концепции денежных потоков с учетом неопределенности и рисков средствами информационного обеспечения финансового менеджмента необходимы следующая трактовка и инструменты отражения этой концепции (рисунок 2.5).

При формировании чистого денежного потока и прибыли, как правило, первична информация, формирующая денежный поток, поскольку денежный поток реален, а прибыль — расчетный показатель. Обоюдная направленность стрелки на рисунке 2.5 отражает тот факт, что расчетный показатель — прибыль формирует реальный денежный отток — налог на прибыль.

Формы финансовой отчетности (ф. № 2 и № 4) отражают ситуацию на конкретную дату, имеющую место в прошлом. Данную информацию финансовые аналитики используют для оцен-

ки будущего, так как без такой оценки невозможно принятие обоснованных финансовых решений.

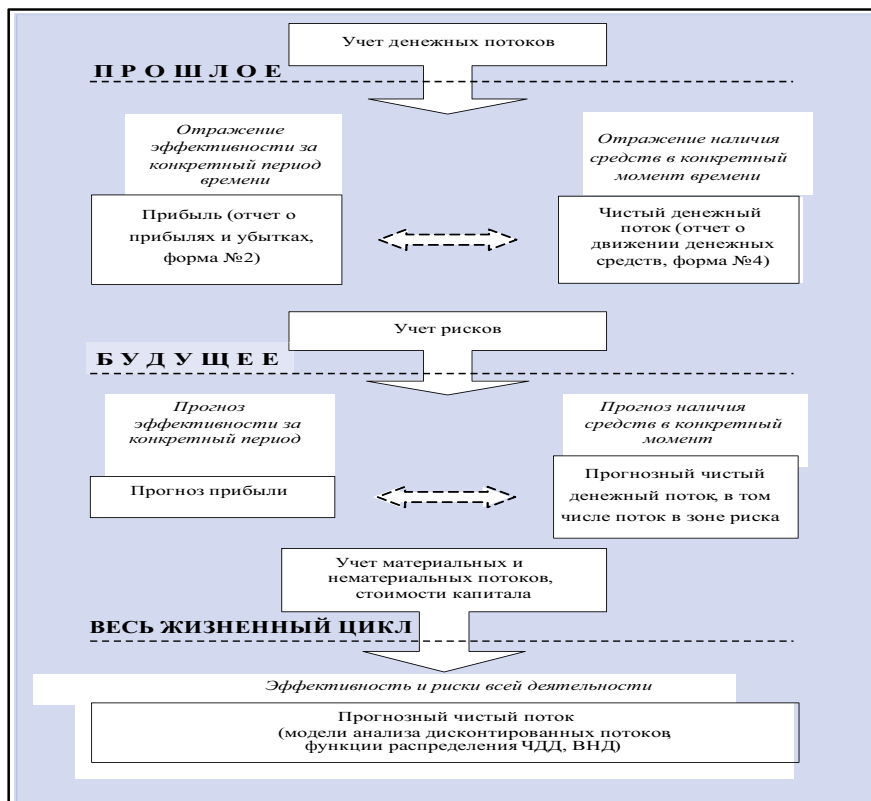


Рисунок 2.5 — Реализация концепции “денежных потоков” с учетом неопределенности и рисков средствами информационного обеспечения финансового менеджмента

Поскольку предпринимательская деятельность всегда сопряжена с риском, а будущее с неопределенностью, для принятия решения необходимо понимать какая часть прогнозного денежного потока находится в зоне риска. Традиционный вероятностный подход предполагает построение прогнозного денежного потока как вероятностной функции распределения. Суть

риск -ориентированного подхода — выделение основных рисков. В связи с чем, реализация концепции “денежных потоков” средствами информационного обеспечения риск-ориентированного финансового менеджмента предполагает выделение в денежном потоке — потока в зоне риска.

На сегодняшний день наиболее актуальный метод вычисления C-FaR основан на регрессионном анализе рисков. Данную методику применяет крупнейший норвежский конгломерат<sup>1</sup> — Norsk Hydro, контролируемый государством. “Норск Гидро” — является одной самых больших в мире оффшорных нефтяных компаний и одной из крупнейших компаний по объемам добычи углеводородов на шельфе. Авторы данного подхода определяют C-FaR как основанное на имеющейся информации прогнозируемое вероятностное распределение операционных денежных потоков компании в будущем. Временной горизонт для вычисления C-FaR варьируется от одного до 20-ти кварталов финансовой отчетности. В качестве основного показателя используется прибыль до уплаты налога, процентов и амортизации, что показывает обоюдная направленность стрелки на рисунке 2.5.

При вычислении C-FaR используются не только базовые финансовые факторы риска, но и специфичные для компании факторы, влияющие на операционные денежные потоки, например изменение спроса на продукцию компании, ценовая политика конкурентов, отраслевые результаты НИОКР. При создании C-FaR модель операционных денежных потоков интегрируется с моделью поведения финансовых факторов.

Однако для принятия решений об инвестициях недостаточно иметь суждение о возможности их реализации или расчетной эффективности в каком-то периоде. Для этого необходимо оце-

---

<sup>1</sup> Конгломерат (лат. *conglomeratus* — собранный) — организационное образование, в котором под единым финансовым контролем сосредоточены предприятия (компании) технологически не связанных отраслей производства и торговли, страхового дела, научных исследований, проектирования и консультаций, издательского дела, киноиндустрии и т. д.

нить эффективность и риски за весь период жизненного цикла организации<sup>1</sup>.

При этом необходимо учитывать, помимо перечисленных факторов стоимость капитала (расчет прибыли не учитывает стоимость собственного капитала), все приобретения и все потери материального и нематериального характера, а не только движение денежных средств. Составление прогнозного чистого потока и применение методов и критериев анализа дисконтированных потоков в свою очередь требует, таким образом, сформированного отчета о движении денежных средств, которое позволит давать более обоснованный и достоверный прогноз об их движении в будущем.

Таким образом, денежный поток — это одна из важнейших категорий современного финансового менеджмента. Денежные потоки важны потому, что существование коммерческой организации зависит от ее способности генерировать достаточное количество денег для ее кредиторов, работников, поставщиков и собственников.

## **2.3. Производные концепции и модели финансового менеджмента**

К производным концепциям и моделям финансового менеджмента относятся:

- из группы концепций принятия финансовых решений — концепция учета целей управления; концепция временной ценности денег, модели оценки стоимости компании;

---

<sup>1</sup> Жизненный цикл организации — точки “перелома”: причины и антикризисные (инновационные) действия. Модель жизненных циклов является одним из инструментов менеджмента, наиболее объективно отражающим процесс развития компании. В теории менеджмента развивается направление, в рамках которого исследователи рассматривают организацию как развивающийся во времени объект, имеющий жизненный цикл.

- из группы концепций финансового рынка — концепция асимметричности информации, оценки акций и облигаций на основе их доходности, ценообразования опционов, модели арбитражного ценообразования;

- из группы концепций формирования и движения капитала — концепция риск-ориентированного финансового менеджмента, модели эффекта финансового рычага<sup>1</sup> и управления денежными потоками<sup>2</sup>. Производные концепции и модели являются либо комбинацией, либо частным случаем применения, либо развитием основных концепций.

**Концепция учета целей управления.** Конкретная реализация концепции агентских отношений в российских условиях, ее влияние на принятие инвестиционных решений и выявление в связи с особенностями российской экономики рассмотрены профессором А. А. Комзоловым. Суть сформулированной им концепции учета целей управления заключается в утверждении, что современные российские менеджеры часто управляют вверенными им организациями исключительно в собственных интересах, фактически игнорируя интересы собственников; если же руководитель является главным собственником (акционером), как правило, имеет место игнорирование интересов других собственников.

Конкретным проявлением факторов, учитываемых этой концепцией является фактическая неработоспособность на российских финансовых рынках как моделей оценки акций на основе приносимых ими доходов в виде дивидендов (моделей фундаментального анализа), так и модели оценки доходности финансовых активов с учетом систематического риска (САРМ). Следует отметить, что концепция была сформулирована в 1998 г. и отражала ситуацию в российской экономике того времени.

**Концепция временной ценности денег.** Основные теоретические положения концепции (Time Value of Money, TVM) были сформулированы в 1930 г. Ирвином Фишером в работе “Теория процента: как определить реальный доход в процессе инвестици-

---

<sup>1</sup> Модели эффекта финансового рычага рассмотрены в гл. 6.

<sup>2</sup> Модели управления денежными потоками рассмотрены в гл. 4.



онных решений”. Позднее, в 1958 г., более полный механизм этой концепции был рассмотрен Джеком Хиршлейфером в работе “Теория оптимального инвестиционного решения”. *Сущность временной ценности денег состоит в том, что одна и та же сумма денег в разные периоды времени имеет различную ценность; эта ценность в настоящее время всегда выше, чем в любом будущем периоде.* Эта неравноценность определяется действием трех основных причин: инфляцией, риском неполучения ожидаемой суммы и оборачиваемостью. Суть действия этих причин достаточно очевидна. В силу инфляции происходит обесценение денег, т. е. денежная единица, получаемая позднее, имеет меньшую покупательную способность. Поскольку в экономике практически не бывает безрисковых ситуаций, всегда существует ненулевая вероятность того, что по каким-либо причинам ожидаемая к получению сумма не будет получена. По сравнению с денежной суммой, которая, возможно, будет получена в будущем, та же самая сумма, имеющаяся в наличии в данный момент времени, может быть немедленно инвестирована в материальные или финансовые активы для получения дополнительного дохода.

Ежедневно в организации совершаются хозяйственные и финансовые операции по купле-продаже товара, услуг или инвестиционных средств. Возникают вопросы: целесообразно ли совершать эти операции, будут ли они эффективны?

**Пример 2.2.** Перед финансовым менеджером компании стоит задача разместить 10 000 млн руб. на депозитный вклад сроком на один год. Банк “А” предлагает инвестору выплачивать доход по сложным процентам в размере 23% в квартал; банк “В” — в размере 45% два раза в год; банк “С” — в размере 100% один раз в год.

Для того чтобы определить, какой вариант инвестирования выгоднее для компании, построим таблицу 2.3.

Сравнение вариантов инвестирования показывает, что наиболее эффективным является вклад денежных средств в банк “А” под меньшую ставку процента, но с большим числом интервалов наращения в течение предусмотренного периода платежа.

Таблица 2.3. — Расчет будущей ценности вклада при различных условиях инвестирования (млн руб.)

Банк	Настоящая стоимость вклада	Ставка процента, %	Будущая ценность вклада в конце квартала			
			I	II	III	IV
“А”	10 000	23	12 300	15 129	18 609	22 887
“В”	10 000	45	—	14 500	—	21 025
“С”	10 000	100	—	—	—	20 000

Финансовый менеджер должен найти инвестора, просчитать инвестиции или осуществлять операции по купле-продаже товара так, чтобы появилась возможность не только компенсировать рост инфляции, но и увеличить прибыль на вложенный капитал.

Денежные средства, как и любой актив, должны с течением времени увеличивать доход по ставке, которая представляется приемлемой владельцу этих средств. В этом смысле сумма, ожидаемая к получению, через некоторое время должна превышать аналогичную сумму, которой располагает инвестор в момент принятия решения, на величину приемлемого дохода. В качестве основы для сравнения вариантов инвестирования используют расчеты, аналогичные банковским.

С учетом рассматриваемой концепции разработаны различные модели дисконтирования денежных потоков (DCF), которые широко используются в практике финансового менеджмента.

*Дисконтированием* называется операция приведения разновременных доходов (т. е. таких доходов, которые будут получены в разные моменты времени) к единому моменту (моменту приведения).

Анализ дисконтированных денежных потоков (DCF) может быть сделан в четыре этапа:

#### 1. Расчет прогнозируемых денежных потоков ( $S'$ ).

Для некоторых видов активов, например облигаций, расчет прогнозируемых потоков является относительно несложным, поскольку движение денежных средств определяется контрактом и обещанный денежный поток совпадает с реальным при условии выполнения эмитентом своих обязательств. Од-

нако для других видов активов расчет денежных потоков может быть исключительно сложной операцией. Например, когда фирма “Боинг” принимала решение о разработке нового самолета “Боинг-777”, ей пришлось рассчитать величину затрат на исследования и разработки, превысившую 2 млрд долл., а также количество заказов на самолеты, цену и затраты производства на весь потенциальный период выпуска данного самолета (30 лет). При таких условиях расчет денежного потока становится поистине пугающей задачей.

## 2. Оценка степени риска для денежных потоков.

При оценке прогнозируемого денежного потока, как правило, должна учитываться и степень потенциального риска, присутствующего данному потоку.

## 3. Включение уровня риска финансовых активов в финансовый анализ.

Следующей стадией анализа DCF является включение оценки степени риска в анализ. Применяют один из двух методов учета степени риска: 1) метод безрискового эквивалента (Certainty Equivalent Approach, CE) или 2) метод скорректированной на риск ставки дисконта (Risk-Adjusted Discount Rate, RADR). При использовании метода CE ожидаемые денежные потоки непосредственно корректируются с учетом степени риска — чем выше риск, тем ниже значения элементов скорректированного денежного потока. Метод RADR означает, что степень риска учитывается не путем корректировки денежного потока, а посредством изменения ставки дисконта — чем выше риск, тем выше и скорректированная ставка дисконта.

## 4. Определение настоящей (приведенной) ценности денежного потока (P) является заключительной стадией анализа.

Формулы для расчета ( $S'$ ) и (P):

$$S' = P \times (1 + k)^n,$$

$$P = \frac{S'}{(1 + k)^n},$$

где P — настоящая (приведенная) величина денежных средств, руб.;

$S'$  — наращенная сумма, или будущая прогнозируемая величина денежных средств, руб.;

$k$  — ставка процента или ставка наращения (дисконтная ставка), доли единицы;

$n$  — расчетный период.

Используемые в процессе оценки денег множители  $(1 + k)^n$  и  $(1 + k)^{-n}$  называются соответственно множителем наращения и множителем дисконтирования суммы сложных процентов. Они положены в основу специальных таблиц финансовых вычислений, с помощью которых при заданных размерах ставки процента и количества платежных интервалов можно легко вычислить настоящую или будущую стоимость денежных средств по сложным процентам.

Норма дисконта, используемая при анализе дисконтированного денежного потока (DCF), должна отражать:

- 1) превалирующий уровень доходности;
- 2) рискованность данного потока;
- 3) степень дискретности денежного потока.

Концепция временной ценности денег, используемая в анализе дисконтированных потоков наличности, по сути является практическим применением концепции альтернативной стоимости (наличие нормы дисконта и самой операции дисконтирования, а также значение нормы дисконта обусловлены возможностью альтернативного использования капитала).

**Модели стоимости компании.** Существуют различные подходы к оценке стоимости компании: доходный (определение стоимости на основе оценки будущих доходов), сравнительный (определение стоимости на основе компаний-аналогов), затратный (на основе затрат, необходимых для создания соответствующего бизнеса). Наиболее известными *моделями стоимости компании* (вариантами реализации доходного подхода) являются:

- MVA — рыночная добавленная стоимость (РДС);
- EVA — экономическая добавленная стоимость (ЭДС);
- SVA — чистая приведенная стоимость будущих денежных потоков (ЧПСДП);

• CFROI — доходность инвестиций, полученная на основе потока денежных средств (ДИДП);

• CVA — денежная добавленная стоимость (ДДС).

*Модель рыночной добавленной стоимости* (РДС) (Market Value Added, MVA) создавалась для компаний, акции которых котируются на рынке. Она оценивает бизнес компании по рыночной добавленной стоимости. Этот показатель рассчитывается как разница между рыночной стоимостью собственного капитала и балансовой стоимостью вложенных акционерами средств за определенный период по формуле

$$\text{РДС (MVA)} = \text{РССК} - A_{\text{BA}},$$

где РССК — рыночная стоимость компании (Going Concern Value, GCV);

$A_{\text{BA}}$  — балансовая стоимость вложенных акционерами средств за определенный период (Book Value, BV).

Данная модель, лежащая в основе системы управления стоимостью компании, должна не только отражать ее стоимость, но и показывать эффективность принятия решений на всех уровнях иерархии, а также служить инструментом мотивации. Однако модель РДС не отвечает этим требованиям, так как на рыночную капитализацию оказывают влияние многие факторы, часть из которых неподконтрольна менеджменту компании. Более того, если результаты работы компании будут оцениваться по данному показателю и мотивационные схемы будут также привязаны к нему, то это может привести к тому, что руководство будет принимать решения, оказывающие краткосрочное влияние на курсовую стоимость акций, но разрушающие стоимость в долгосрочной перспективе.

*Модель экономической добавленной стоимости* (ЭДС) (Economic Value Added, EVA) считается более адекватным измерителем успешности бизнеса по сравнению с традиционными показателями, такими как рентабельность инвестиций, рентабельность собственного капитала и др. Подход к измерению результатов экономической деятельности с использованием этого показателя очень быстро завоевал популярность в финансо-

вом мире: в частности, более 300 компаний по всему миру, а также такие крупные инвестиционные банки, как Goldman Sachs и Credit Suisse First Boston, используют ЭДС как основной инструмент оценки. В России тоже есть компании, которые используют ЭДС. Например, страховая компания “РОСНО” начала использовать данную модель оценки бизнеса после ее приобретения немецкой группой Allianz. Модель ЭДС позволяет оценивать эффективность как компании в целом, так и отдельных подразделений. ЭДС является индикатором качества управленческих решений: постоянная положительная величина этого показателя свидетельствует об увеличении стоимости компании, тогда как отрицательная — о ее снижении.

Недостатком модели ЭДС является то, что при расчете вносятся многочисленные поправки к бухгалтерской отчетности. ЭДС устраняет существующие в традиционной бухгалтерской отчетности искажения путем внесения более 150 поправок. Большое количество и сложность поправок делают модель ЭДС малоприменимой для использования в системе мониторинга стоимости. Использование данной модели рассмотрено в гл. 3 “Информационное обеспечение финансового менеджмента”.

Таким образом, подход к оценке стоимости компании на основе модели ЭДС не полностью устраняет недостатки и ограничения, указанные при рассмотрении модели РДС. С этой точки зрения более привлекательными выглядят модели, учитывающие будущие денежные потоки.

*Модель чистой приведенной стоимости будущих денежных потоков, доступных акционерам (ЧПСАДП) (Shareholder Value Added, SVA)* разработал в 1986 г. профессор бизнес-школы J. L. Kellogg университета Northwestern Альфред Раппапорт, который внес большой вклад в популяризацию идеи управления компанией с целью максимизации ее стоимости. У подхода, предложенного А. Раппапортом, нашлось много последователей, дополнивших его своими исследованиями и применивших на практике его подход. Суть модели — достижение необходимого уровня доходности, чтобы оправдать произведенные акционерами инвестиции. Главными факторами доходности яв-

ляются: объем продаж; уровень затрат на производство; норма операционной прибыли; дополнительные инвестиции в оборотные активы и капитал; дополнительные инвестиции во внеоборотные активы.

Основным недостатком данной модели является трудоемкость расчетов, необходимость учета не только прогнозного периода, охватывающего примерно 5–10 лет, но и постпрогнозного, что увеличивает неопределенность результатов.

*Модель доходности инвестиций*, полученная на основе потока денежных средств (ДИДП) (Cash Flow Return on Investment, CFROI) разработана в 90-х гг. XX в. Бостонской консалтинговой группой в целях повышения инвестиционной привлекательности и благосостояния акционеров компании. Одним из недостатков показателя ЭДС, рассмотренного выше, является игнорирование денежных потоков. Данный недостаток устраняется при расчете показателя ДИДП:

$$\text{ДИДП} = \frac{\text{Скорректированные денежные притоки}}{\text{Скорректированные денежные оттоки}}.$$

Другим преимуществом данного показателя по сравнению с ЭДС является тот факт, что как денежные потоки, генерируемые существующими и будущими активами, так и первоначальные инвестиции выражаются в текущих ценах, т. е. учитывается фактор инфляции.

Если показатель ДИДП превышает требуемый инвесторами средний уровень, то компания создает стоимость, и наоборот, если ДИДП ниже требуемой доходности, то стоимость компании будет снижаться.

Одним из главных недостатков рассмотренного показателя является то, что результат выражается не в сумме созданной (или разрушенной) стоимости, а в виде относительного показателя. Данный факт может служить препятствием при внедрении в компании данной модели, так как для некоторых нефинансовых менеджеров интерпретация данного показателя может не быть столь же ясной, как, например, ЭДС.

Другим недостатком этого показателя является сложность его расчета, так как для этого необходимо идентифицировать все денежные потоки, генерируемые как существующими, так и будущими активами.

*Модель денежной добавленной стоимости (ДДС) (Cash Value Added, CVA)* является своеобразным прототипом ЭДС, также имеет название RCF (Residual Cash Flow). В сложившейся практике финансового менеджмента модель упрощена и выглядит как

$$\text{ДДС} = \text{ОДП}_{\text{СК}} - \text{СВСК} \times A,$$

где  $\text{ОДП}_{\text{СК}}$  — скорректированный операционный денежный поток, руб.;

$\text{СВСК}$  — средневзвешенная стоимость капитала, доли единицы;

$A$  — суммарные скорректированные активы, руб.

Представляется весьма сложным судить, какая из перечисленных моделей может служить максимально корректной базой для расчета стоимости компании, так как каждая имеет свои ограничения и недостатки.

**Концепция асимметричности информации (Asymmetrical Information Conception).** Авторами этой концепции являются американские экономисты Стюарт Майерс и Николас Майджлаф, опубликовавшие ее в 1984 г. в работе “Корпоративное финансирование и инвестиционные решения в условиях, когда фирмы владеют информацией, которой не располагают инвесторы” [Corporate Financing and Investment Decision When Firms Have Information That Investors Do Not Have]. Смысл ее в том, что отдельные лица могут владеть информацией, недоступной другим участникам рынка, что и называют асимметричностью информации. Асимметричность информации способствует существованию собственно рынка капитала. Каждый инвестор имеет собственное суждение по поводу соответствия цены и внутренней стоимости ценной бумаги в зависимости от имеющейся у него информации, что и поддерживает активность операций купли-продажи. В связи с этим достижение абсолютной информационной симметрии приведет к ликвидации фондового



рынка, по крайней мере в его нынешнем виде. Концепцию можно рассматривать как развитие концепций агентских отношений и эффективности рынка капитала.

Российские финансовые рынки обладают той особенностью, что на них существенную роль играют иностранные инвесторы: когда они приходят — происходит существенный рост цен на российские ценные бумаги, а когда уходят — падение. По экспертным оценкам, доля иностранных инвесторов составляет почти 50% на российских площадках<sup>1</sup>. Конечно, колебание цен в зависимости от увеличения и уменьшения спроса в принципе нормальное явление, но в реальной практике происходят колебания цен в разы. Так, падение российских фондовых индексов в 2008 г. во многом спровоцировано оттоком иностранного капитала с торговых площадок РФ. Чистый отток капитала из РФ в сентябре 2008 г. составил<sup>2</sup> около 24,6 млрд долл., а в октябре 2008 г. — 50 млрд долл. Такой внушительный отток капитала отрицательно влияет на динамику фондового рынка.

На наш взгляд, такое колебание является следствием информационной асимметрии российских и зарубежных рыночных игроков. Российские игроки лучше понимают характер агентских отношений в России.

**Модель арбитражного ценообразования** (Arbitrage Pricing Theory, АРТ) разработана Стивеном Россом. Основа арбитражного ценообразования состоит в том, что доходность финансового актива складывается из двух частей: нормальной (ожидаемой) и неопределенной. Неопределенная (рискованная) доходность находится под влиянием большого числа факторов. В частности, на нее влияют: рыночная ситуация в стране, стабильность ми-

---

<sup>1</sup> Основные проблемы российского фондового рынка сегодня. По материалам отчета Института международных отношений Российской академии наук «Финансовый рынок России, взаимодействие с мировым рынком, совершенствование нормативно-правовой базы регулирования российского финансового рынка»//РЦБ. КОМПАНИЯ ЭМИТЕНТ. — 2008. — № 2 (353).

<sup>2</sup> <http://www.rian.ru>

ровой экономики, инфляция, динамика процентных ставок, система налогов и др.

Поэтому в модели АРТ предлагается определять ожидаемую доходность с учетом этих факторов:

$$E(K_i) = K_i + b_{i1}F_1 + \dots + b_{in}F_n + e_i,$$

где  $E(K_i)$  — ставка доходности  $i$ -й ценной бумаги;

$K_i$  — ожидаемая доходность  $i$ -й ценной бумаги;

$b_{i1}$  — чувствительность  $i$ -й ценной бумаги к значению первого фактора ( $F_1$ );

$F_1$  — значение первого фактора;

$n$  — количество факторов, влияющих на доходность ценной бумаги;

$e_i$  — влияние не включенных в модель факторов.

Достоинство модели — включение в расчет большого числа факторов, влияющих на доходность ценной бумаги. Чисто теоретически многофакторные модели могут быть более адекватны рынку, чем однофакторные, в силу учета нескольких различных факторов, влияющих на цену. Однако неопределенность относительно факторов, которые систематически влияют на доходы по ценной бумаге представляют сложность использования АРТ на практике. Вместе с тем она считается наиболее перспективной. В настоящее время отсутствуют работы, позволившие адаптировать модель к условиям российского рынка. Модель арбитражного ценообразования является многофакторной моделью, развивающей идеи однофакторной модели оценки доходности финансовых активов с учетом систематического риска.

**Модели оценки акций и облигаций на основе их доходности** (Stocks and Bonds Valuation Models). Простейшие модели оценки акции и облигации на основе данных об их доходности были впервые систематизированы Д. Уильямсом еще в 1938 г. в работе “Теория инвестиционной стоимости” (The Theory of Investment Value). Затем в связи с появлением новых разновидностей этих финансовых инструментов система моделей этого вида была дополнена М. Гордоном в работе “Инвестирование, финансирование и оценка стоимости корпорации” (The Investment, Financing, and Valuation of the Corporation).

and Valuation of the Corporation), опубликованной в 1962 г. и С. Бауманом в работе “Инвестиционный доход и настоящая ценность” (Investment Returns and Present Value), опубликованной в 1969 г. В основе всех моделей оценки этого вида лежит определение дисконтированной стоимости ожидаемой доходности финансовых инструментов. Следовательно, эти модели можно рассматривать как реализации концепции альтернативной стоимости. Ни одна из таких моделей по акциям на российских рынках удовлетворительно не работает.

**Модель ценообразования опционов** (Option Pricing Models, OPM) дает точную формулу определения стоимости опциона, основанную:

- на изменчивости доходности обыкновенных акций (ключевой фактор);
- текущем курсе акций;
- цене исполнения опциона;
- периоде опциона;
- безрисковой ставке.

Модель разработана Фишером Блэком и Майроном Шоулзом в 1973 г. Авторы исходили из следующих предпосылок: опцион может быть исполнен только в срок истечения<sup>1</sup> (т. е. рассматриваются только европейские опционы); отсутствуют транзакционные затраты, связанные с покупкой или продажей акции или опциона; по обыкновенным акциям дивиденды не выплачиваются; известна краткосрочная безрисковая процентная ставка, по которой участники рынка могут как занимать, так и ссужать деньги; торговля ценными бумагами ведется непрерывно, и курс обыкновенных акций изменяется случайным образом; конкуренция на рынке имеет совершенный характер.

Модель ценообразования опциона базируется на концепции, что инвесторы в состоянии разумно поддерживать хеджи-

---

<sup>1</sup> Дата истечения опциона. В зависимости от окончания срока действия опциона различают европейский и американский опцион. Европейский опцион может быть исполнен только в один конкретный день (т. е. в конце срока своего действия), а американский опцион может быть исполнен в любой день до даты его истечения.

рованные позиции в течение определенного времени и посредством арбитражных операций их доходность будет равна безрисковой процентной ставке. В результате цена опциона будет скорректирована в определенной зависимости от цены обыкновенных акций.

Данная модель используется в инвестиционном анализе, может также использоваться для оценки всех производных бумаг, включая варранты, конвертируемые ценные бумаги, и даже для оценки собственного капитала финансово зависимых фирм.

Модели теории опционов можно рассматривать как математические реализации концепций альтернативной стоимости и концепции взаимосвязи риска и доходности, отражающие специфику такого финансового инструмента, как опцион.

**Концепция риск-ориентированного финансового менеджмента.** Сутью риск-ориентированного подхода в финансовом менеджменте является построение системы и методологии финансового менеджмента на следующих принципах (рисунок 2.6);

- *принцип осмотрительности.* Понимание рисковой природы финансовых решений. Использование надежной информации. Создание системы, выявляющей и управляющей рисками;

- *принцип комплексности.* Интеграция риск-ориентированного финансового менеджмента в общую систему управления организации. Стремление к достижению общих стратегических целей организации. Полная интеграция системы управления рисками в систему финансового менеджмента. Способность системы бухгалтерского учета генерировать информацию для риск-ориентированного финансового менеджмента;

- *принцип адаптивности.* Способность системы финансового менеджмента реагировать на изменения внешней и внутренней среды;

- *принцип своевременности.* Способность информационной системы финансового менеджмента своевременно генерировать информацию о рисках. Для этого в компании должны быть утверждены и внедрены классификаторы рисков.

Необходимым условием наличия и функционирования системы риск-ориентированного финансового менеджмента явля-

ется отражение международных и российских требований стандартов учета, отчетности и контроля в области рисков.



Рисунок 2.6 — Концепция и принципы риск-ориентированного финансового менеджмента

На рисунке 2.7 представлена классификация рисков, которая составлена с учетом лучшей мировой практики внутреннего контроля и управления рисками, а также требований нормативных документов к отражению информации о рисках и неопределенности в бухгалтерской отчетности:

— международных (МСФО (IAC): IFRS 7; IFRS 4; IAC32; IAC39; IAC41. Закон Сарбейнса — Оксли (англ. Sarbanes-Oxley Act);

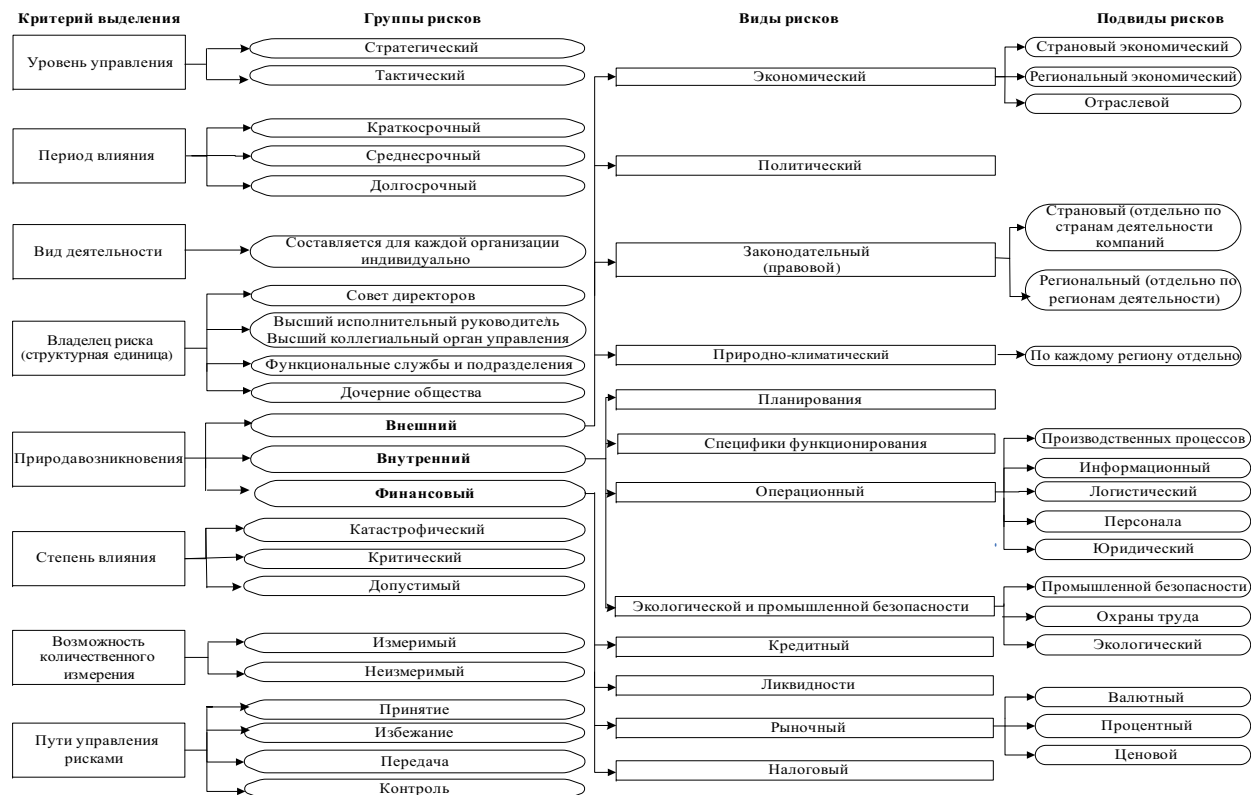


Рисунок 2.7 — Классификация рисков в риск-ориентированном финансовом менеджменте

— российских (документы ФСФР РФ; ПБУ:4/99,12/2000, 19/2002);

- *принцип полноты.* Рассмотрение во время анализа рисков всех рисков, а при управлении рисками — всех возможностей компании;

- *принцип компетентности.* Базирование анализа рисков на понимании финансовой и хозяйственной деятельности. Такое понимание проблем может быть достигнуто путем интервьюирования и анкетирования специалистов. Формализация понимания может осуществляться в частности путем построения бизнес-моделей (карт бизнес-процессов) по каждому виду деятельности организации. Для идентификации и оценки рисков необходимы компетенции по применению методологии анализа рисков;

- *принцип рациональности.* Затраты на мероприятия по управлению рисками не должны превышать ущерб от реализации рисков. Это означает невозможность сплошного наблюдения и контроля над всеми рисками;

- *принцип существенности.* Отражение существенной информации. Невозможность сплошного наблюдения и контроля над всеми рисками требует выделения основных рисков по каждому виду деятельности организации;

- *принцип предупредительности.* Осуществление управления рисками прежде всего посредством предупредительных мероприятий;

- *принцип апперцепции.* Использование в системе риск - ориентированного финансового менеджмента методов и информации, которые пользователями могут быть поняты и восприняты.

## Резюме

Рассмотренные аспекты теории финансов имеют отношение к большинству решений, принимаемых в сфере управления финансами. Однако недостаточно усвоить методику принятия решений по управлению финансами (например, как осуществляется сравнение вариантов аренды и покупки), по-

скольку в реальности ситуации бывают весьма разнообразными и могут отличаться от стандартных изучаемых. В таких случаях необходимо суметь приспособить методику анализа к конкретной ситуации, а для этого очень важно понимать теоретические основы данной методики. Нами рассмотрены многие теории финансов, лежащие в основе современной практики финансового менеджмента. Ниже перечислены ключевые моменты гл. 2.

1. Современная парадигма финансового менеджмента базируется на теоретических выводах многих научных дисциплин и отражает теснейшую связь механизмов управления финансами крупной компании с механизмами функционирования и инструментами финансового рынка. Основу формирования парадигмы финансового менеджмента составляют теоретические концепции и модели, разработанные американскими специалистами в области финансов, многие из которых являются лауреатами Нобелевской премии.

2. Любое финансовое решение должно приниматься с учетом риска. Однако при риск-ориентированном подходе в управлении финансами необходимо четкое осознание того, что устранение риска не главная задача, не самоцель финансового менеджмента, а задача, подчиненная цели создания механизма, способного обеспечить эффективное ведение финансовой деятельности в условиях неопределенности и риска.

3. Систему важнейших теоретических концепций и моделей, составляющих основу современной парадигмы финансового менеджмента, можно условно подразделить на основные и производные концепции и модели финансового менеджмента.

К основным концепциям финансового менеджмента мы относим идеи, являющиеся в настоящее время базой финансового менеджмента.

Производные концепции и модели финансового менеджмента являются либо комбинацией, либо частным случаем применения, либо развитием основных концепций.

4. Концепция агентских отношений является основополагающей концепцией менеджмента. Основа агентской теории — это



модель взаимоотношений “принципал-агент”, согласно которой работодатель (принципал) поручает за определенное вознаграждение (агенту) действовать от его имени и в интересах максимизации благосостояния принципала (собственника). Агентская теория строится на предположении, что агенты, нанятые принципами, действуют с целью увеличения полезности для себя, а не для принципала.

5. Концепция ограниченной рациональности предполагает, что менеджмент организации ищет не лучшее, а приемлемое для собственников решение проблем. В финансовом менеджменте идея Герберта Саймона трансформировалась в формулирование его главной цели как повышение благосостояния собственников организации, где основным индикатором достижения этой цели служит “максимизация рыночной цены организации”.

6. Смысл концепции альтернативной стоимости состоит в том, что принятие любого финансового решения связано с отказом от какого-то альтернативного варианта.

Альтернативная стоимость (альтернативные затраты, издержки) — это максимально возможный вклад в прибыль, от которого отказываются при использовании ограниченных ресурсов для определенной цели.

7. Ф. Найт предложил в качестве термина “риск” использовать “измеримую неопределенность”. Слово “неопределенность” автор предлагал применять, когда исход не определен.

Большинство ранних теорий финансов основано на допущении существования идеальных рынков капитала. Выражаясь упрощенно, идеальный рынок капитала — это рынок, на котором не существует никаких *затруднений*, вследствие чего обмен ценных бумаг и денег может совершаться легко и не сопряжен с какими-либо затратами. Идеальный рынок капитала имеет следующие характеристики: 1) отсутствуют транзакционные (брокерские) затраты; 2) отсутствуют налоги; 3) имеется большое количество покупателей и продавцов, и ни один из них не может воздействовать на цены обращающихся на рынке ценных бумаг; 4) как физические, так и юридические лица имеют равный доступ на рынок; 5) отсутствуют информацион-

ные затраты, поэтому все субъекты рынка обладают одинаковым объемом информации; 6) все субъекты рынка имеют одинаковые (гомогенные) ожидания; 7) отсутствуют затраты, связанные с финансовыми затруднениями.

9. Концепция эффективности рынка капитала в научной литературе известна как гипотеза эффективности рынка. Согласно этой гипотезе при полном и свободном доступе участников рынка к информации цена акции на данный момент является лучшей оценкой ее реальной ценности. В условиях эффективного рынка любая новая информация по мере ее поступления немедленно отражается на ценах на акции и другие ценные бумаги. Более того, эта информация поступает на рынок случайным образом, т. е. нельзя заранее предсказать, когда она поступит и в какой степени будет полезна. Однако реальные рынки не являются полностью эффективными в информационном плане. Считается, что гипотеза эффективности рынка на практике может реализовываться в одной из трех форм: слабой, полусильной и сильной.

10. Основной вывод из теории портфеля Марковица состоит в том, что, как правило, общий риск инвестора может быть снижен при объединении отдельных рискованных активов в портфель. Теория портфеля указывает на то, что: 1) с целью минимизации риска инвесторам следует группировать активы в инвестиционные портфели и 2) рискованность отдельного актива следует измерять его влиянием на общую рискованность диверсифицированного портфеля.

11. Модель оценки доходности финансовых активов с учетом систематического риска (САРМ), разработанная Шарпом, указывает на то, что требуемая доходность для любого рискованного актива представляет собой функцию трех факторов: 1) безрисковой доходности; 2) средней доходности на рынке ценных бумаг; 3) степени колебания (в математике — дисперсии) доходности данного актива.

12. Сущность концепции стоимости капитала состоит в том, что затраты организации по привлечению и обслуживанию капитала (финансовых ресурсов) существенно различаются в разрезе отдельных источников.

13. В соответствии с концепцией структуры капитала и теорией дивидендной политики в вариантах, сформулированных Модильяни и Миллером для идеального рынка капитала, цена корпорации не зависит ни от соотношения собственного и заемного капитала, ни от дивидендной политики.

14. Согласно концепции денежного потока с любой финансовой операцией может быть ассоциирован некоторый денежный поток, т. е. множество распределенных во времени выплат (оттоков) и поступлений (притоков), понимаемых в широком смысле.

В условиях рыночной экономики управление денежными потоками неразрывно связано с многочисленными рисками. Для нефинансовых коммерческих организаций основным риском является опасность снижения операционных денежных потоков. Ключевой стоимостной метрикой риска является показатель — денежный поток в условиях риска (Cash Flow at Risk, C-FaR). Временной горизонт для вычисления C-FaR варьируется от одного до двадцати кварталов. При его вычислении используются не только базовые финансовые факторы риска, но и специфичные для корпорации факторы, влияющие на операционные денежные потоки, например изменение спроса на продукцию компании, ценовая политика конкурентов, отраслевые результаты НИОКР. При создании C-FaR модель операционных денежных потоков интегрируется с моделью поведения финансовых факторов.

Денежный поток — это одна из важнейших категорий современного финансового менеджмента. Денежные потоки важны потому, что существование коммерческой организации зависит от ее способности генерировать достаточное количество денег для ее кредиторов, работников, поставщиков и собственников.

15. Суть концепции учета целей управления заключается в утверждении, что современные российские менеджеры часто управляют вверенными им организациями исключительно в собственных интересах, фактически игнорируя интересы собственников; если же руководитель является главным собствен-

ником (акционером), как правило, имеет место игнорирование интересов других собственников.

16. Концепция временной ценности денег является применением концепции альтернативной стоимости к ресурсам в денежной форме. Сущность временной ценности денег состоит в том, что одна и та же сумма денег в разные периоды времени имеет различную ценность; эта ценность в настоящее время всегда выше, чем в любом будущем периоде. Важным практическим применением концепции временной ценности денег, денежного потока и взаимосвязи уровня риска и доходности является анализ дисконтированных денежных потоков.

17. Норма дисконта, используемая при анализе дисконтированного денежного потока (DCF), должна отражать: 1) преобладающий уровень доходности; 2) рискованность данного потока; 3) степень дискретности денежного потока.

18. Существуют различные подходы к оценке стоимости компании: доходный подход, сравнительный подход, затратный подход. В последние годы приобретает популярность подход, используя соответствующие модели оценки. Наиболее известными моделями стоимости компании являются:

- MVA — рыночная добавленная стоимость (РДС);
- EVA — экономическая добавленная стоимость (ЭДС);
- SVA — чистая приведенная стоимость будущих денежных потоков, доступных акционерам (ЧПСДП);
- CFROI — доходность инвестиций, полученная на основе потока денежных средств (ДИДП);
- CVA — денежная добавленная стоимость (ДДС)

19. В соответствии с концепцией асимметричности информации отдельные категории лиц могут владеть информацией, недоступной всем иным участникам рынка. Прежде всего, такими лицами могут выступать менеджеры корпораций, бумаги которых котируются на бирже.

20. Модели арбитражной теории ценообразования представляют собой многофакторное развитие однофакторной (единственный фактор, характеризующий собственно актив — степень колебания доходности данного актива) модели Шарпа.

21. Модели оценки акций и облигаций на основе их доходности являются применением анализа дисконтированных денежных потоков к этим финансовым инструментам.

22. Модели теории опционов также можно считать применением анализа дисконтированных денежных потоков к этим финансовым инструментам. Многие решения, принимаемые в сфере управления финансами, могут быть промоделированы и лучше поняты в рамках теории опционов.

23. Сутью риск-ориентированной концепции в финансовом менеджменте является построение системы и методологии финансового менеджмента на следующих принципах: *осмотрительности, комплексности, адаптивности, своевременности, полноты, компетентности, рациональности, существенности, предупредительности, апперцепции.*

Риск-ориентированный подход предполагает интеграцию методологии финансового менеджмента, методологии управления рисками и методологии информационного обеспечения принятия финансовых решений в единую комплексную методологию.

Риск-ориентированный подход в финансовом менеджменте способен существенно повысить эффективность и устойчивость функционирования хозяйствующих субъектов посредством снижения информационной неопределенности в принятии финансовых решений.

## Глава 3. ИНФОРМАЦИОННОЕ ОБЕСПЕЧЕНИЕ ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА

---

*Неведение всегда опасно, но  
более всего — в сфере финансов.*

Герберт Ньютон Кэссон

### **Цели изучения темы:**

- ❖ формирование представлений об информационной системе финансового менеджмента;
- ❖ получение знаний о потребителях и источниках финансовой информации;
- ❖ получение знаний о методах анализа финансовой информации.

### **3.1. Потребители и источники информации в финансовом менеджменте**

Управлять — значит принимать решения. Принятие адекватных управленческих решений возможно только на основе предположений относительно будущего. Не случайно Наполеон говорил: “Управлять — значит предвидеть”, а для предвидения необходимо обладать релевантной информацией.

*Информация* (лат. informatio) — *осведомление*.

Финансовая информация — это сведения, которые снижают неопределенность при принятии финансовых решений. Формирование и использование финансовой информации основано на системном подходе. Под системой в данном случае понимается набор элементов и их информационных связей, обеспечивающих оптимальное управление финансами организации. Дан-

ная система ориентирована на принятие краткосрочных и долгосрочных финансовых решений и на формирование собственной системы финансового мониторинга.

Информационная система финансового менеджмента призвана обеспечить необходимой информацией не только управленческий персонал и собственников самой организации, но и удовлетворять интересы широкого круга ее пользователей (потребителей).

Потребителей информации, входящей в информационную систему финансового менеджмента, можно условно подразделить на две основные категории:

- внутренние пользователи (менеджеры, бухгалтеры, акционеры);
- внешние пользователи (банки, налоговые органы, ФСФР РФ, аудиторские, информационные и консалтинговые фирмы, юристы и др.).

*Внешние пользователи* используют лишь ту часть информации, которая характеризует финансовое состояние и результаты финансовой деятельности организации. Подавляющая часть этой информации содержится в официальной финансовой отчетности, представляемой организацией.

*Внутренние пользователи*, наряду с вышеперечисленной, используют значительный объем информации о финансовой деятельности организации, представляющей коммерческую тайну.

Количество пользователей информации, входящей в информационную систему финансового менеджмента постоянно меняется и может значительно варьироваться в зависимости от конкретных экономических условий, тогда как интересы пользователей в отношении информационного содержания достаточно постоянны.

Содержание информационной системы финансового менеджмента, ее широта и глубина определяются отраслевыми особенностями деятельности компаний, их организационно-правовой формой функционирования. Конкретные показатели этой системы формируются за счет как внешних (находящихся вне компании), так и внутренних источников информации. Рациональное

использование и управление внутренней и внешней информацией — основа эффективного финансового менеджмента.

В состав финансовой информации, формируемой из внешних источников, включают:

- обзор данных, характеризующих общеэкономическое развитие страны, публикуемый органами государственной статистики (темпы роста внутреннего валового продукта и национального дохода; объем эмиссии денег в рассматриваемом периоде; денежные доходы населения; вклады населения в банках; индекс инфляции; учетная ставка центрального банка и др.). Эта информация служит основой для проведения анализа и прогнозирования условий внешней финансовой среды функционирования организации при принятии стратегических решений в области финансовой деятельности (стратегии развития ее активов и капитала, осуществления инвестиционной деятельности, формирования системы перспективных целевых показателей финансового менеджмента);

- данные о результатах деятельности аналогичных организаций, среднеотраслевые или среднерегиональные показатели и лучшие достижения аналогичных организаций. Данная информация служит для оценки деловой активности организации;

- данные, характеризующие конъюнктуру финансового рынка, которая подразделяется на информацию:

- а) фондового рынка: виды основных фондовых инструментов (акций, облигаций, депозитарных расписок и т. п.), обращающихся на биржевом и внебиржевом фондовом рынке; котированные цены предложения и спроса основных видов фондовых инструментов; объемы и цены сделок по основным видам фондовых инструментов; сводный индекс динамики цен на фондовом рынке;

- б) кредитного рынка: кредитная ставка отдельных коммерческих банков, дифференцированная по срокам предоставления финансового кредита; депозитная ставка отдельных коммерческих банков, дифференцированная по вкладам до востребования и срочным вкладам;



в) валютного рынка: официальный курс отдельных валют, которыми оперирует организация в процессе внешнеэкономической деятельности; курс покупки-продажи аналогичных видов валют, установленный коммерческими банками.

Данная информация служит для принятия финансовых решений в области формирования портфеля долгосрочных финансовых инвестиций, осуществления краткосрочных финансовых инвестиций, привлечения кредитов, валютных операций и некоторых других аспектов финансового менеджмента. Формирование системы показателей этой группы основывается на публикациях периодических коммерческих изданий, фондовой и валютной биржи, а также на соответствующих электронных источниках информации;

- сведения регулятивно-правового характера: законы, постановления и другие нормативные акты, положения и документы, определяющие правовую основу финансовых институтов, рынка ценных бумаг и т. п. учитываются в процессе подготовки финансовых решений, связанных с особенностями государственного регулирования финансовой деятельности организаций.

*К внутренним источникам* финансовой информации относят данные бухгалтерского учета и отчетности.

### **3.2. Учет и отчетность — информационная основа финансового менеджмента**

С точки зрения финансового менеджера бухгалтерский учет — прежде всего система информационного обеспечения принятия финансовых решений. Современная российская система бухгалтерского учета отражена на рисунке 3.1.

Рисунок 3.1 отражает систему бухгалтерского учета с точки зрения рассмотрения его как информационной системы финансового менеджмента, поэтому статистические данные следует рассматривать как информацию для системы управленческого учета, налоговый учет — как разновидность финансового учета.

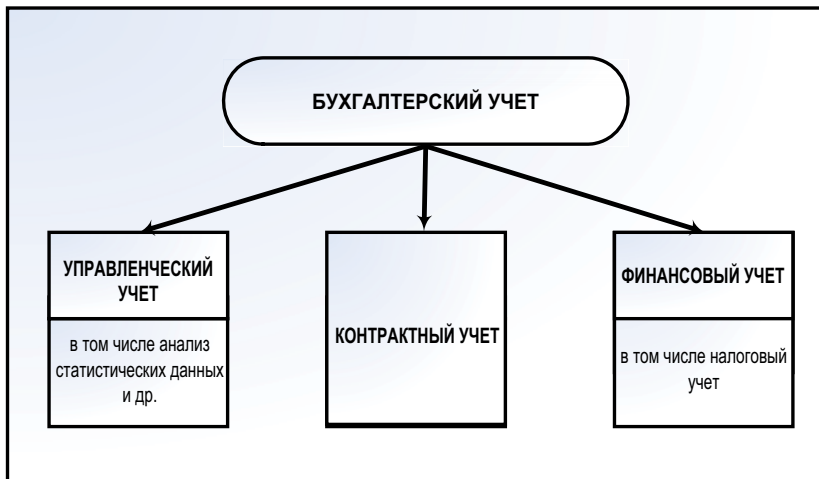


Рисунок 3.1 — Современная российская система бухгалтерского учета как информационная система финансового менеджмента

Такая структура учета видится финансовому менеджеру исходя из следующих его позиций — он не является частью системы учета, он пользователь информации, в этом случае он находится не на позиции анализа (т. е. разделения), а на позиции синтеза (т. е. на позиции объединения) видов учета. Разделение же в этом случае должно быть на минимальное количество частей и по четкому признаку.

Отличие финансового, управленческого и контрактного учета проявляется в следующих признаках: методологии, целях, нормативной базе. Налоговый учет выделяется в силу различий в способе его нормирования и целей. Однако в силу того, что цели налогового учета являются подцелями финансового учета и в этих видах учета применяется единая методология, с точки зрения финансового менеджера налоговый учет является разновидностью финансового. Статистические данные включены в состав управленческого учета, поскольку финансового менеджера интересует вопрос, не как собрать статистические дан-

ные, а как ими (агрегированными по экономике) воспользоваться в целях управления.

В условиях рыночной экономики основным средством коммуникации и важнейшим элементом обеспечения финансового менеджмента становится финансовая отчетность. Особая ее значимость для менеджеров состоит в том, что это единственный информационный источник, который, во-первых, хорошо структурирован, во-вторых, по сути унифицирован (с расширением значимости международных стандартов финансовой отчетности можно даже говорить об унификации и международном масштабе), в-третьих, является обязательным к регулярно появлению (в любой стране бухгалтерская отчетность обязательно составляется хотя бы раз в год) и, в-четвертых, является общедоступным (по крайней мере, не полностью закрытым для пользователей).

В России согласно Федеральному закону от 21 ноября 1996 г. № 129-ФЗ “О бухгалтерском учете” годовая финансовая отчетность заполняется по рекомендованным Минфином РФ формам, а отдельные виды организаций обязаны подтверждать ее независимым аудитом и публиковать не позднее 1 июня года, следующего за отчетным.

В соответствии с приказом Минфина РФ от 22 июля 2003 г. № 67н “О формах бухгалтерской отчетности организаций” в состав годовой бухгалтерской отчетности входят:

- форма № 1 “Бухгалтерский баланс”;
- форма № 2 “Отчет о прибылях и убытках”.

В составе пояснений к бухгалтерскому балансу и отчету о прибылях и убытках включаются:

- форма № 3 “Отчет об изменениях капитала”;
- форма № 4 “Отчет о движении денежных средств”;
- форма № 5 “Приложение к бухгалтерскому балансу”;
- форма № 6 “Отчет о целевом использовании полученных средств”;
- “Пояснительная записка” с изложением основных факторов, повлиявших в отчетном году на итоговые результаты дея-

тельности организации, с оценкой ее финансового состояния; а также аудиторское заключение (для организаций, подлежащих обязательному аудиту), подтверждающее достоверность финансовой отчетности организации.

Некоммерческие организации имеют право не представлять в составе годовой бухгалтерской отчетности Отчет о движении денежных средств (форма № 4), а также при отсутствии соответствующих данных — Отчет об изменениях капитала (форма № 3) и Приложения к бухгалтерскому балансу (форма № 5).

С точки зрения финансового менеджмента основными формами финансовой отчетности являются: форма № 1 “Бухгалтерский баланс”; форма № 2 “Отчет о прибылях и убытках”; форма № 4 “Отчет о движении денежных средств”. Рассмотрим их подробнее.

В приложениях 1–3 представлена финансовая отчетность российской акционерной организации ОАО “Глобэл Энерджи”. Основным видом хозяйственной деятельности ОАО “Глобэл Энерджи” (далее — Общество, Эмитент) является оптовая торговля нефтью и газом. Примеры в учебнике рассмотрены на материалах финансовой отчетности данной компании.

Рассмотрим сущность каждого элемента основных форм финансовой отчетности с точки зрения финансового менеджмента, с тем, чтобы в дальнейшем применительно к этой сущности оценивать финансовое состояние организации и принимать решения по его улучшению, если есть необходимость в таком улучшении.

**Бухгалтерский баланс** (форма № 1, приложение 1) характеризует финансовое положение организации на определенную дату и отражает ресурсы организации в единой денежной оценке по их составу и направлениям использования, с одной стороны (актив), и по источникам их финансирования — с другой (пассив).

**Раздел 1. Внеоборотные активы.** К внеоборотным относятся активы, срок оборота которых превышает 12 месяцев. В составе внеоборотных активов выделяют: нематериальные активы; основные средства; незавершенное строительство; доход-

ные вложения в материальные ценности; долгосрочные финансовые вложения; отложенные налоговые активы; прочие внеоборотные активы.

Статья бухгалтерского баланса *“Нематериальные активы”* (стр. 110) отражает информацию о вложениях в нематериальные объекты, используемые в течение долгосрочного периода (свыше 12 месяцев). Согласно действующему Положению по бухгалтерскому учету *“Учет нематериальных активов”* (ПБУ 14/2007) нематериальными считаются активы, которые: не имеют материально-вещественной структуры (формы); могут быть отделены от другого имущества; используются в производстве продукции, при выполнении работ, оказании услуг или для управленческих нужд организации; служат в течение длительного времени; не будут перепроданы; способны приносить доход в будущем; оформлены соответствующими документами, подтверждающими существование самого актива и исключительного права организации на результаты интеллектуальной собственности; фактическая (первоначальная) стоимость может быть определена.

Нематериальные активы принимаются к учету в сумме фактических затрат на их приобретение или создание и расходов по доведению их до состояния, в котором они пригодны к использованию в запланированных целях.

Источниками информации при анализе являются: бухгалтерский баланс, приложение к бухгалтерскому балансу (ф. № 5, раздел *“Нематериальные активы”*), пояснительная записка, раскрывающая информацию о способах начисления амортизации, обосновании срока полезного использования, порядке списания.

*Основные средства* (стр. 120) — это материально-вещественные ценности, используемые в качестве средств труда и в течение длительного времени обслуживающие хозяйственную деятельность организации. По этой строке указывается остаточная стоимость основных средств, которые находятся в эксплуатации, на реконструкции, модернизации или в запасе. Остаточная стоимость основных средств равна их первоначальной стоимости, уменьшенной на сумму начисленной амортизации.

Амортизацию основных средств в бухгалтерском учете можно начислять одним из следующих способов: линейным; уменьшаемого остатка; списания по сумме чисел лет срока полезного использования; списания стоимости пропорционально объему выпущенной продукции. В налоговом учете предусмотрено только два способа начисления амортизации: линейный и нелинейный. Причем нелинейный способ для целей налогообложения отличается от одноименного метода в бухучете. Влияя на основные финансовые пропорции организации, на его чистую прибыль и денежный оборот, на внутреннюю структуру финансирования, выбор методов амортизации приобретает большое значение для финансового менеджмента. Для принятия более корректных решений финансового менеджмента следует в составе основных средств учесть арендуемые основные средства в соответствии с принципом экономического содержания над юридической формой. Полная расшифровка наличия и движения основных средств в течение отчетного года приводится в форме № 5 “Приложение к бухгалтерскому балансу”.

*Незавершенное строительство (стр. 130).* Показываются расходы по любым строительно-монтажным работам, кроме того, сумма вложений в основные средства, пока не введенные в эксплуатацию. Также по этой строке указывают стоимость оборудования, еще не переданного в монтаж, и суммы авансов, выданных организацией подрядчикам на капитальное строительство.

В связи с установлением порядка обязательной регистрации объектов недвижимости в Едином государственном реестре стоимость объектов основных средств, на которые отсутствуют документы, подтверждающие их государственную регистрацию, также отражается по указанной статье баланса.

Для расчета многих финансовых коэффициентов следует иметь общую сумму основных средств, к которым с экономической точки зрения относится и незавершенное строительство.

*Доходные вложения в материальные ценности (стр. 135).* Показывается остаточная стоимость имущества (зданий, оборудования и других материальных ценностей), приобретенного для предоставления за плату другим организациям во времен-

ное владение и пользование (по договору лизинга, по договору проката) с целью получения дохода.

*Долгосрочные финансовые вложения (стр. 140).* Это вложения организации на срок более года в доходные активы (ценные бумаги) других организаций, уставные (складочные) капиталы других организаций, созданных на территории России и за ее пределами, государственные ценные бумаги (облигации и другие долговые обязательства), а также займы, предоставленные предприятием другим организациям. Вместе со статьей краткосрочных финансовых вложений данная статья отражает деятельность организации на финансовом рынке.

Под *отложенными налоговыми активами (стр. 145)* понимается та часть отложенного налога на прибыль, которая должна привести к уменьшению налога на прибыль, подлежащего уплате в бюджет в следующем за отчетным или последующих отчетных периодах.

Под *отложенным налогом на прибыль* понимается сумма, которая оказывает влияние на величину налога на прибыль, подлежащего уплате в бюджет в следующем за отчетным или последующих отчетных периодах.

Сумму отложенных налоговых активов получают, умножив величину так называемых вычитаемых временных разниц на ставку налога на прибыль. Вычитаемые разницы образуются, когда: сумма амортизации, которая начислена в бухучете за отчетный период, превышает ту, что рассчитана по правилам налогового учета; коммерческие и управленческие расходы в бухгалтерском учете и для целей налогообложения списываются по-разному; переносится на будущее убыток, который уменьшит налогооблагаемые доходы в последующих отчетных периодах; переплата по налогу на прибыль не возвращается организации, а зачитывается в счет будущих платежей; организация, использующая кассовый метод, в бухгалтерском учете включает в затраты стоимость материалов, которые еще не оплачены и др.

Отложенные налоговые активы отражаются в бухгалтерском балансе с учетом всех вычитаемых временных разниц, за исключением случаев, когда существует вероятность того, что

вычитаемая временная разница не будет уменьшена или полностью погашена в последующих отчетных периодах.

**Раздел II. Оборотные активы** — это средства, использованные, проданные или потребленные в течение одного отчетного периода, который, как правило, составляет один год.

**Запасы (стр. 210)** — это материальные активы, которые предназначены для: продажи в течение обычного делового цикла; производственного потребления внутри организации; производственного потребления в целях дальнейшего изготовления реализуемой продукции. В эту статью включаются сырье и материалы, незавершенное производство, готовая продукция, а также другие статьи, которые характеризуют краткосрочные вложения денежных средств организации в хозяйственную деятельность, предшествующую реализации продукции. Запасы являются наименее ликвидной статьей из всех статей оборотных активов. Обращение этой статьи в денежные средства требует времени не только на то, чтобы найти покупателя, но и чтобы получить с него плату за продукцию.

Анализ статьи “Запасы” имеет большое значение для эффективного финансового управления. Запасы могут иметь значительный удельный вес не только в составе оборотных активов, но и в целом в активах организации. Это может свидетельствовать о том, что организация испытывает затруднения со сбытом своей продукции, что, в свою очередь, может быть обусловлено низким качеством продукции, нарушением технологии производства и выбором неэффективных методов реализации, недостаточным изучением рыночного спроса и конъюнктуры. Нарушение оптимального уровня запасов приводит к убыткам в деятельности организации, поскольку увеличивает расходы по хранению запасов, отвлекает из оборота ликвидные средства, увеличивает опасность обесценения запасов и снижения их потребительских качеств, приводит к потере покупателей, если это вызвано нарушением каких-либо характеристик готовой продукции. Таким образом, вопросы определения и поддержания оптимального объема запасов являются важным разделом финансового менеджмента. Для принятия более коррект-



ных решений финансового менеджмента следует при финансовом анализе исключить из статьи запасов расходы будущих периодов (затраты, произведенные организацией в отчетном периоде, но относящиеся к деятельности в следующих отчетных периодах). Расходы будущих периодов по самому своему характеру неликвидны, т. е. физически не могут быть проданы и превращены в денежные средства. Следовательно, расходы будущих периодов должны быть исключены из величины запасов и оборотных активов, но на их величину должны быть увеличены внеоборотные активы.

*Налог на добавленную стоимость по приобретенным ценностям (стр. 220).* Отражается сумма налога по приобретенным материально-производственным запасам, нематериальным активам, основным средствам, осуществленным капитальным вложениям, выполненным работам и оказанным услугам, подлежащая отнесению в установленном порядке в следующих отчетных периодах в уменьшение сумм налога на добавленную стоимость для перечисления в бюджет или на соответствующие источники ее покрытия.

*Дебиторская задолженность (платежи по которой ожидаются более чем через 12 месяцев после отчетной даты) (стр. 230).* Причитающиеся организации, но, еще не полученные ею средства. При финансовом анализе включается в состав внеоборотных активов, поскольку в системе финансового менеджмента принципиальным является разделение краткосрочных и долгосрочных решений, и критерием разделения является период в 12 месяцев. Дебиторская задолженность, представляемая в бухгалтерском балансе как долгосрочная и предполагаемая к погашению в отчетном году, может быть представлена на начало этого отчетного года как краткосрочная с раскрытием данной информации в пояснениях к бухгалтерскому балансу.

*Дебиторская задолженность (платежи по которой ожидаются в течение 12 месяцев после отчетной даты) (стр. 240).* Дебиторская задолженность учитывается в балансе по фактической стоимости реализации, т. е. исходя из той суммы денежных средств, которая должна быть получена при погашении этой за-

долженности. При отражении данных по расчетам с покупателями и заказчиками следует учитывать сроки исковой давности, установленные законодательством. При создании в установленном порядке в конце отчетного года резервов по сомнительным долгам за счет финансовых результатов задолженность, по которой создан резерв, в годовом бухгалтерском балансе уменьшается на сумму этого резерва. Для финансового менеджмента из состава дебиторской задолженности следует вычесть не только сумму, зарезервированную в качестве сомнительной дебиторской задолженности согласно порядку, принятому в бухгалтерском учете, но и вычесть оценочную сумму дебиторской задолженности, которая может быть не погашена в отношении выручки отчетного периода, исходя из уровня неоплаченной в срок дебиторской задолженности в предшествующие годы.

*Краткосрочные финансовые вложения (стр. 250)* отражают инвестиции организации в ценные бумаги других фирм, в облигации, а также предоставленные займы на срок не более одного года. Финансовые вложения отражаются в балансе в сумме фактических затрат. В системе финансового менеджмента покупка ценных бумаг (государственных или частных) производится не с целью завоевания рынков сбыта или распространения влияния на другие компании, а в интересах выгодного помещения временно свободных денежных средств. Эти вложения делаются организациями на период, в течение которого не потребуются денежные средства для погашения текущих обязательств или других текущих платежей. Условием эффективности размещения таких средств является реализуемость этих ценных бумаг, что требует наличия достаточно емкого рынка для их продажи в любой требуемый момент.

*Денежные средства (стр. 260)* наиболее ликвидная часть оборотных активов. Это денежные средства в кассе, на расчетных и валютных счетах, а также прочие денежные средства, находящиеся на специальных счетах в банках, в денежных документах и переводах. Денежные средства, на расходование которых установлены определенные ограничения и которые не могут быть сняты с банковского счета в течение соответствующе-

го цикла, а также денежные средства, не предназначенные для текущих платежей, не должны при анализе включаться финансовым менеджером в состав оборотных активов.

Деловая репутация организации и возможные конъюнктурные осложнения обязывают иметь определенный денежный запас. В частности, это необходимо для своевременного погашения текущих обязательств, оплаты труда, развития производства и т. д. Отсутствие денежных средств может привести к банкротству организации. Неоднозначное влияние на сумму денежных средств организации оказывает инфляция. С одной стороны, она увеличивает опасность обесценения свободных денежных средств. С другой стороны, с учетом инфляции для соответствующих выплат требуется все больше и больше денег. Вместе с тем крупные суммы денежных средств осложняют проблему учета и контроля за движением этих средств.

*В пассиве баланса* отражаются решения организации по выбору источника финансирования.

**Раздел III. Капитал и резервы.** Показатели этого раздела бухгалтерского баланса характеризуют состав и структуру собственного капитала, включающего различные по своему экономическому содержанию, порядку формирования и использования источники финансирования деятельности организации.

*Уставный капитал (стр. 410)* — это сумма средств, первоначально инвестированных собственниками для обеспечения уставной деятельности организации. Уставный капитал — это наиболее устойчивая часть собственного капитала организации. Величина уставного капитала, отражаемая по данной статье баланса, должна соответствовать размеру, зафиксированному в учредительных документах как совокупность вкладов (акций, долей, паевых взносов) учредителей (участников, пайщиков) организации.

*Добавочный капитал (стр. 420).* Отражаются суммы пополнения собственного капитала, связанные с приростом стоимости внеоборотных активов по результатам переоценки, с получением эмиссионного дохода, т. е. суммы разницы между продажной и номинальной стоимостью, полученной в процессе фор-

мирования уставного капитала акционерного общества и последующим увеличением уставного капитала за счет продажи акций по цене, превышающей номинальную стоимость.

*Резервный капитал (стр. 430)* — это та часть собственного капитала, которая по своей природе является страховым фондом, предназначенным для покрытия всевозможных убытков и других потерь, возникающих в процессе хозяйственной деятельности организации, а также погашения облигаций акционерного общества при отсутствии или недостаточности прибыли отчетного года на эти цели. Отдельными позициями по этой группе статей выделяются резервы, образованные в соответствии с законодательством, и резервы, образованные в соответствии с учредительными документами организации.

*Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток) (стр. 470)* — это конечный финансовый результат, выявленный за отчетный период, за минусом причитающихся за счет прибыли налогов и иных обязательных аналогичных платежей, включая санкции за несоблюдение правил налогообложения.

*Раздел IV. Долгосрочные обязательства. Займы и кредиты (стр. 510).* Отражаются непогашенные обязательства по полученным долгосрочным кредитам банков, займам под выпущенные облигации и выданные долгосрочные векселя, а также суммы, полученные по договорам займа и подлежащие погашению более чем через 12 месяцев после отчетной даты.

*Отложенные налоговые обязательства (стр. 515).* Их определяют, умножая сумму временных разниц на ставку налога на прибыль. Порядок расчета данного показателя определяется требованиями ПБУ 18/02 “Учет расчетов по налогу на прибыль организаций”, согласно которому величина отложенных налоговых обязательств характеризуется суммой, которая должна привести к увеличению налога на прибыль, подлежащего уплате в бюджет в следующем за отчетным или последующих отчетных периодах.

*Раздел V. Краткосрочные обязательства* — это обязательства, которые покрываются оборотными активами или погашаются в результате образования новых краткосрочных обяза-

тельств. Краткосрочные обязательства погашаются обычно в течение сравнительно непродолжительного периода (обычно не более одного года). В краткосрочные обязательства включаются такие статьи, как счета и векселя к оплате; долговые свидетельства о получении организацией краткосрочного займа; задолженность по налогам и сборам и отсроченные налоги, являющиеся, по существу, формой кредита, предоставляемого организации со стороны государства в виде отсрочки налоговых платежей; задолженность перед персоналом организации по оплате труда; полученные авансы; часть долгосрочных обязательств, подлежащая выплате в текущем периоде. Выделение краткосрочных обязательств в отдельную группу важно для мониторинга ликвидности организации.

*Задолженность перед участниками (учредителями) по выплате доходов (стр. 630)* — это сумма задолженности организации по начисленным, но не выплаченным дивидендам, процентам по акциям, облигациям.

*Доходы будущих периодов (стр. 640)* — это средства, полученные авансом, погашение задолженности по которым ожидается в следующих отчетных периодах (получение аванса за объект, который будет возводиться несколько отчетных периодов).

*Резервы предстоящих расходов (стр. 650)* — создаются организацией с целью равномерного включения в расходы отчетного периода затрат на оплату отпусков работников, ремонт основных средств.

Кроме того, за балансом в справке о наличии ценностей, учитываемых на забалансовых счетах, приводятся данные об арендованных основных средствах, о товарно-материальных ценностях, принятых на ответственное хранение, о товарах, принятых на комиссию, и пр.

Следуя основным требованиям, предъявляемым к информации, входящей в информационную систему финансового менеджмента, и для принятия более корректных решений финансового менеджмента по оценке финансово-хозяйственной деятельности обычно составляется аналитический баланс или *уплотненный аналитический баланс-нетто*.

Наличие аналитического баланса позволяет избежать необходимости заниматься корректировками на этапе расчета финансовых коэффициентов. При этом обеспечивается единство подхода к определению отдельных элементов баланса, что позволяет объединить рассчитываемые на их основе финансовые показатели в единую систему.

**Отчет о прибылях и убытках** (форма № 2, приложение 2) относится к числу основных форм бухгалтерской отчетности коммерческих организаций.

Значение отчета о прибылях и убытках определяется ролью прибыли как показателя оценки эффективности хозяйственной деятельности коммерческой организации и источника финансирования расширенного воспроизводства. На формирование прибыли оказывают воздействие производственные и финансовые факторы, а также содержание учетной политики в области ведения бухгалтерского учета и налогообложения. Показатели финансовых результатов хозяйственной деятельности организации отражают компетентность руководства и качество управленческих решений. Поэтому отчет о прибылях и убытках в финансовом менеджменте рассматривается как источник информации об уровне экономической эффективности хозяйственной деятельности организации, используется для выявления и анализа тенденций формирования показателей финансовых результатов и оценки управленческих решений за отчетный период.

Рассмотрим показатели отчета о прибылях и убытках за отчетный год ОАО “Глобэл Энерджи”. Статьи отчета кодифицированы организацией самостоятельно (приложение 2) по отдельным видам деятельности, исходя из принципов существенности и системности.

Существенность обозначает, что в общем объеме продаж товаров, продукции, работ, услуг данный вид деятельности имеет существенный удельный вес. Количественный критерий существенности определяется организацией самостоятельно и утверждается в учетной политике. В нормативных документах Минфина РФ количественный критерий существенности установлен на уровне 5%. Системность означает, что данный вид де-

тельности не носит разового характера, а является элементом постоянного делового оборота. Виды деятельности, не соответствующие названным критериям, относятся к прочей деятельности организации.

*Выручка (нетто) от продажи товаров, продукции, работ, услуг (за минусом налога на добавленную стоимость, акцизов и аналогичных обязательных платежей) (стр. 010)* представляет собой выручку от продажи продукции и товаров; поступления, связанные с выполнением работ и оказанием услуг, а также поступления от хозяйственных операций, связанных с отдельными фактами хозяйственной деятельности.

*Себестоимость проданных товаров, продукции, работ, услуг (стр. 020)*. Данная строка отражает учтенные затраты на производство продукции (работ, услуг) в доле, относящейся к проданной продукции (работам, услугам). Коммерческие расходы (стр. 030) это затраты, связанные со сбытом продукции, а также издержки обращения. К управленческим расходам (стр. 040) относятся общехозяйственные расходы.

*Валовая прибыль (стр. 029)* представляет собой разницу между выручкой от продажи товаров, продукции, работ, услуг и себестоимостью проданных товаров, продукции, работ, услуг (стр. 010 — стр. 020). Это расчетный аналитический показатель, имеющий значение как показатель промежуточного дохода.

*Прибыль (убыток) от продаж (стр. 050)* образуется как результат покрытия валовой прибылью коммерческих и управленческих расходов.

Прочие доходы и расходы при заполнении отчета о прибылях и убытках необязательно показывать развернуто. Такая возможность предусмотрена п. 18.2 ПБУ 9/99 и п. 21.2 ПБУ 10/99.

*Прибыль (убыток) до налогообложения (стр. 140)*. Здесь показывают финансовый результат деятельности компании. Его рассчитывают по данным отчета о прибылях и убытках. Это не что иное, как бухгалтерская прибыль или убыток организации. Она равна сумме прибыли (убытка) от продаж и прочих доходов за минусом прочих расходов.

*Отложенные налоговые активы (стр. 141).* По этой строке отражают разницу между дебетовым и кредитовым оборотами по счету 09 “Отложенные налоговые активы”. Если разница положительна, т. е. за год величина начисленных отложенных налоговых активов больше суммы погашенных, то ее прибавляют к прибыли до налогообложения или, соответственно, уменьшают убыток. Если же разница отрицательна, то ее нужно вычесть из прибыли или прибавить к убытку.

*Отложенные налоговые обязательства (стр. 142).* По этой строке показывают разницу между дебетовым и кредитовым оборотом по счету 77 “Отложенные налоговые обязательства”. Если кредитовый оборот, т. е. начисление обязательств, превышает дебетовый, то результат уменьшит прибыль или увеличит убыток. Если наоборот, то прибыль будет увеличена, а убыток уменьшен.

*Текущий налог на прибыль (стр. 150).* Исходя из требований ПБУ 18/02 текущий налог на прибыль должен равняться сумме налога на прибыль, которая отражена в налоговой декларации по налогу на прибыль организаций, утвержденной приказом Минфина России от 5 мая 2008 г. № 54н. В отчете о прибылях и убытках должна отражаться сумма налога на прибыль организаций, реально начисленная по итогам отчетного или налогового периода к уплате в бюджет.

*Чистая прибыль (убыток) отчетного периода (стр. 190)* — отражена сумма чистой прибыли по итогам года.

*Постоянные налоговые обязательства (активы) (стр. 200)* возникают тогда, когда постоянные разницы умножают на ставку налога на прибыль. В свою очередь, такие разницы — это доходы или расходы, которые учитываются для целей бухгалтерского учета, но не включаются в расчет налога на прибыль. Например, суммы, которые организация потратила сверх норм, установленных в НК РФ. Это: суточные, компенсации за использование личного транспорта, представительские расходы и затраты на страхование.

Базовую и разведенную прибыль на одну акцию рассчитывают, руководствуясь Методическими рекомендациями по



раскрытию информации о прибыли, приходящейся на одну акцию, которые утверждены приказом Минфина России от 21 марта 2000 г. № 29н.

Для финансового менеджмента важно знать не только финансовые результаты, но и отдельно анализировать движение денежных средств за отчетный период, определять изменения основных источников получения денежных средств и направлений их использования. Различие показателей прибыли и денежного потока обусловлено тем, что в бухгалтерском учете статьи отражаются не в момент поступления или выплаты денег, а в момент совершения операции.

**Отчет о движении денежных средств** (форма № 4, приложение 3) — основной источник информации для анализа денежных потоков. О данной форме финансовой отчетности подробно изложено в гл. 4 “Управление денежными потоками”.

### 3.3. Анализ финансовой информации

Обязательный момент профессиональной квалификации финансовых менеджеров — владение инструментарием экспресс-диагностики финансовой отчетности, т. е. без пространных и громоздких расчетов, для выполнения которых требуются большие усилия и/или специальные знания и/или знание специфической информации. Ниже приводится примерный набор подобных оценок:

- *финансовый результат*: положительный финансовый результат в отчете о прибылях и убытках свидетельствует о прибыльной работе организации, отрицательный результат означает убыток; чем выше прибыль, тем результативнее финансово-хозяйственная деятельность организации;

- *капитализация*: в наиболее общем виде капитализация есть приращение собственного капитала в балансе; увеличение третьего раздела балансе, как правило, является следствием прибыльной работы организации и оценивается положительно;

- *имущество*: о наращивании имущества, как правило, свидетельствует увеличение валюты баланса; особое внимание

при оценке тенденций изменения имущественного положения уделяется реальной части имущества — средств производства (средств труда и предметов труда), которые отражаются в разделе первом баланса и в запасах из раздела второго;

- *рабочий капитал*: организация должна быть обеспечена рабочим капиталом (чистым оборотным капиталом); в этом случае организация после расчетов по краткосрочным долгам имеет свободный остаток ликвидных средств для продолжения финансово-хозяйственной деятельности; признаком обеспеченности рабочим капиталом является неравенство:

$$\text{разд. II} - \text{разд. V} > 0, \text{ или } \text{разд. II} > \text{разд. V};$$

- *ликвидность баланса*: в качестве критерия ликвидности выступает двукратное превышение оборотными активами (раздел II) краткосрочных обязательств (раздел V); организация считается ликвидной, если

$$\text{разд. II} / \text{разд. V} \geq 2;$$

- *финансовая устойчивость*: показателем финансовой устойчивости/неустойчивости организации является структура капитала (структура пассивов); формальным признаком финансовой устойчивости является превышение собственным капиталом заемного капитала:

$$\text{разд. III} > \text{разд. IV} + \text{разд. V};$$

- *правило “левой и правой руки”* указывает на возможность организации рассчитаться по долгосрочным обязательствам при сохранении своих долгосрочных активов; правило гласит, что долгосрочные активы (внеоборотные активы, отраженные в разд. I) должны быть покрыты долгосрочным капиталом (разд. III и IV); таким образом, одним из признаков финансовой стабильности на долгосрочную перспективу является неравенство:

$$\text{разд. I} \leq \text{разд. III} + \text{разд. IV};$$

- *состояние расчетов* — соотношение дебиторской и кредиторской задолженностей: любая организация должна стремиться к тому, чтобы суммы предоставленных и полученных креди-

тов уравнивались. В практике экспресс — оценок считается нормальным поддержание баланса по этим статьям. Оценка состояния расчетов может производиться как по дебиторской и кредиторской задолженности в целом, так и по задолженностям поставщики-покупатели.

Экспресс-диагностика финансовой отчетности позволяет по “сухим” на первый взгляд цифрам сделать существенные выводы о состоянии и тенденциях развития организации, которые, как правило, подтверждаются расчетом аналитических коэффициентов.

В финансовом менеджменте наиболее важными признаются следующие группы финансовых коэффициентов:

- показатели, характеризующие масштаб деятельности организации;
- показатели рентабельности;
- показатели ликвидности или текущей платежеспособности;
- показатели финансовой устойчивости, или структуры капитала, или долгосрочной платежеспособности;
- показатели деловой активности или оборачиваемости;
- показатели рыночной активности.

Среди финансовых аналитиков нет единого мнения относительно состава, классификации и даже названий коэффициентов, так что отнесение некоторых коэффициентов к конкретной группе достаточно условно. При расчете финансовых коэффициентов следует руководствоваться следующими нормативными документами методик финансового анализа:

1. Положением о раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг, утвержденным приказом Федеральной службы по финансовым рынкам РФ от 10 октября 2006 г. № 06-117/пз-н, согласно которому каждое общество (ОАО, ЗАО, ООО), составляющее ежеквартальный отчет эмитента, проспект ценных бумаг (акции, облигации) обязано руководствоваться при этом данным положением. Положение предусматривает расчет нескольких десятков финансово-экономических показателей за последние 5 лет. В случае расчета какого-либо показателя по методике, отличной от рекомендуемой, включая использова-

ние данных отчетности, подготовленной в соответствии с Международными стандартами финансовой отчетности или Общепринятыми принципами бухгалтерского учета США, эта методика указывается.

2. Постановлением Правительства РФ от 25 июня 2003 г. № 367 “Об утверждении правил проведения арбитражным управляющим финансового анализа”. В документе представлена методика расчета коэффициентов финансово-хозяйственной деятельности должника, характеризующих его платежеспособность, финансовую устойчивость и деловую активность.

3. Методическими рекомендациями по оценке эффективности инвестиционных проектов, утвержденными Министерством экономики РФ, Министерством финансов РФ, Государственным комитетом РФ по строительной, архитектурной и жилищной политике от 21 июня 1999 г. № ВК 477. В приложении 5 данного документа приведена методика расчета коэффициентов ликвидности, оборачиваемости, финансовой устойчивости и рентабельности.

Рассмотрим показатели (коэффициенты) каждой из этих групп.

**Показатели, характеризующие масштаб деятельности организации** (таблица 3.1) ориентированы как на внешнего, так и только на внутреннего пользователя (показатели, численные значения которых составляют коммерческую тайну организации).

Таблица 3.1 — Показатели, характеризующие масштаб деятельности организации

Наименование показателя	Источник или формула для расчета	Обозначение
1. Выручка от реализации (РП), руб.	Из финансовой отчетности (ф. № 2)	СТН — налог на прибыль;
2. Затраты (S), руб.	Из финансовой отчетности (ф. № 2)	$P_{рс}$ — рыночная цена обыкновенной акции;
3. Прибыль валовая, ( $\Pi_B$ ), руб.	Из финансовой отчетности (ф. № 2)	КА — количество обыкновенных акций;
4. Прибыль от основной деятельности ( $\Pi_{од}$ ), руб.	Из финансовой отчетности (ф. № 2)	$K_{инв}$ — инвестированный (вложенный) капитал (стр. 490 + стр. 510 + стр. 640 ф. № 1, приложение1);

## Окончание таблицы 3.1

Наименование показателя	Источник или формула для расчета	Обозначение
5. Прибыль (убыток) до налогообложения ( $\Pi_{\text{н.о.}}$ ), руб.	Из финансовой отчетности (ф. № 2)	$\text{ДП}_t$ — денежный поток в t-м году; $\Pi_{\text{зк}}$ — проценты к уплате (стр. 070 ф. № 2) $\text{СВСК (WACC)}^2$ — средневзвешенная стоимость капитала; k — норма дисконта (СВСК, WACC) t — год; $\text{CF}_t$ — денежный поток в t-м году
6. Чистая прибыль (ЧП), руб.	Из финансовой отчетности (ф. № 2)	
7. Прибыль от основной деятельности до уплаты процентов и налогов ( $\Pi_N$ ), руб.	$\Pi_N = \text{ЧП} / (1 - \text{СтН}) + \Pi_{\text{зк}}$	
8. Капитализация компании ( $\text{CV}_{\text{ком}}$ ), руб.	$\text{CV}_{\text{ком}} = P_{\text{PC}} \times \text{КА}$	
9. Экономическая добавленная стоимость, ЭДС, или EVA, руб.	$\text{ЭДС} = K_{\text{инв}} \times \left[ \frac{\Pi_N}{K_{\text{инв}}} - \text{СВСК} \right]$	
10. Реальная стоимость компании на основе дисконтированных денежных потоков ( $\text{CV}_{\text{CF}}$ ), руб.	$\text{CV}_{\text{CF}} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{CF}_t}{(1 + k)^t}$	
11. Сумма непокрытого убытка на отчетную дату, руб.	Непокрытый убыток прошлых лет в t-м году + непокрытый убыток отчетного года (ф. № 2)	
12. Стоимость чистых активов, руб.	В соответствии с порядком, установленным Минфином России (приказ от 29 января 2003 г. № 10н/03-6/пз) (стр. 300 – стр. 244 ф. № 1) – (стр. 590 + стр. 690 – стр. 640 ф. № 1)	
13. Производительность труда*, руб./чел.	Выручка (РП) / Среднесписочная численность сотрудников (работников)	
14. Амортизация к объему выручки*, %	Амортизационные отчисления / Выручка x 100%	
15. Собственные оборотные средства*, руб.	Капитал и резервы (за вычетом собственных акций, выкупленных у акционеров) – целевые финансирование и поступления + доходы будущих периодов – внеоборотные активы (стр. 490 – стр. 411 + стр. 640 – стр. 190 ф. № 1, приложение 1)	

\* Методика, утвержденная приказом ФСФР РФ от 10 октября 2006 г. № 06-117/пз-н.

Масштабы деятельности и частично ее эффективность, а также имущественное положение характеризуют следующие показатели: выручка, прибыль, численность работников.

В эту группу показателей входит также специфические показатели, отражающие особенности деятельности компаний конкретной отрасли. Например, важнейшим показателем, характеризующим масштабы деятельности нефтегазовых компаний, являются располагаемые ею запасы нефти и газа на принадлежащих лицензионных участках.

К этой же группе показателей относится важнейший индикатор успешности деятельности компании и достижения целей финансового менеджмента — капитализация компании (рыночная стоимость всех ее акций).

К показателям, используемым руководством компании для оценки эффективности финансовых решений и составляющих ее коммерческую тайну (непубликуемые в открытых отчетах компании), относятся: экономическая добавленная стоимость (ЭДС), подлинная стоимость компании и другие показатели. Особенностью этих показателей является необходимость использования для их расчета стоимости собственного капитала, т. е. требуемая собственниками конкретной компании норма доходности, которая определяется директивно внутренними документами организации. Пользователями внешней информации она не может быть точно определена, но может быть оценена на основе:

- модели оценки доходности финансовых активов (CAPM)<sup>1</sup>;
- модели М. Гордона<sup>2</sup>;
- конкретного числового значения, например 12%.

Экономический смысл показателя ЭДС (EVA) заключается в том, что капитал компании должен работать с такой эффективностью, чтобы обеспечить норму доходности, требуемую собственником на вложенный капитал.

---

<sup>1</sup> Метод оценки активов по теории CAPM рассматривается в гл. 4.

<sup>2</sup> Стоимость собственного капитала на основе модели М. Гордона рассматривается в гл. 6

Норма доходности инвестора — установленная инвестором (собственником) барьерная ставка дохода, требуемая на вложенный капитал с учетом соответствующего инвестиционного риска компании. Именно такую ставку доходности смог бы заработать инвестор, если бы он использовал предоставленный капитал в альтернативных областях бизнеса, но с тем же уровнем риска.

Практически показатель ЭДС рассчитывается следующим образом:

$$\text{ЭДС} = K_{\text{инв}} \times \left[ \frac{\Pi_N}{K_{\text{инв}}} - \text{СВСК} \right] = K_{\text{инв}} \times [R_{\text{инв}} - \text{СВСК}], \quad (3.1)$$

где  $R_{\text{инв}}$  — экономическая рентабельность инвестиций, %.

Средневзвешенная стоимость капитала (СВСК) трактуется в данном случае как требуемая инвесторами доходность на вкладываемый капитал.

Экономическая рентабельность инвестиций в практике финансового менеджмента используется в основном для оценки эффективности управления организацией, ее способности обеспечить необходимую отдачу от вложенного капитала. Данный показатель широко используется в западной практике анализа и определяется по формуле

$$R_{\text{инв}} = \frac{\text{Операционная прибыль до уплаты процентов и налогов}}{\text{Инвестированный (вложенный) капитал}} \times 100\%.$$

Величину *операционной прибыли до уплаты процентов и налогов* можно представить в виде суммы чистой прибыли, скорректированной на фактор налогообложения, и величины фактических финансовых издержек по всем полученным кредитам за расчетный период (суммой уплаченных процентов). Тогда показатель экономической рентабельности инвестиций можно представить в виде:

$$R_{\text{инв}} = \frac{\text{ЧП} / (1 - \text{СтН}) + \Pi_{\text{зк}}}{K_{\text{инв}}} \times 100\%. \quad (3.2)$$

Основная идея, обосновывающая целесообразность использования ЭДС, состоит в том, что собственники компании должны

получить норму возврата за принятый риск. Если этого не происходит, то отсутствует реальная прибыль акционеров компании и они не видят в этом случае выгоды от инвестиционной деятельности компании.

Показатель ЭДС служит индикатором качества принятия финансовых управленческих решений. Многие авторы считают, что с этим критерием может быть увязано поощрение менеджмента компании.

Положительная величина ЭДС определяет эффективное использование капитала и свидетельствует об увеличении стоимости компании. Если значение ЭДС равно нулю, то это характеризует определенного рода достижение, так как собственники капитала компании фактически получили норму возврата, компенсирующую риск. Отрицательная величина ЭДС говорит о неэффективном использовании капитала и о снижении стоимости компании. В этом случае собственники теряют вложенный в компанию капитал за счет потери альтернативной доходности.

Следовательно, увеличение богатства собственников происходит только при положительной величине ЭДС. Максимизация ее величины может выступать в качестве цели финансового менеджмента.

Факторами роста ЭДС могут быть:

- увеличение прибыли при использовании прежнего объема капитала;
- уменьшение объема используемого капитала при сохранении прибыли на прежнем уровне;
- изменение структуры капитала.

Количественно оценка бизнеса для акционеров может быть определена на основе дисконтированных денежных потоков, генерируемых компанией и доступных для присвоения акционерами:

$$CV_{CF} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{CF_t}{(1+k)^t},$$

где  $CV_{CF}$  — реальная стоимость компании на основе дисконтированных денежных потоков;



k — норма дисконта (СВСК, WACC);

t — год;

CF<sub>t</sub> — денежный поток в t-м году.

Рассмотрим данный способ оценки стоимости компании на примере.

**Пример 3.1.** Следует определить реальную стоимость компании на основе дисконтированных денежных потоков за период 2010–2015 гг. исходя из данных, приведенных в таблице 3.2. Средневзвешенная стоимость капитала компании равна 18%, ставка налога на прибыль 20%.

Таблица 3.2 — Расчет текущей стоимости компании (млрд руб.)

Показатель	2009 г.	2010 г.	2011 г.	2012 г.	2013 г.	2014 г.	2015 г.
1. Выручка, всего	174,0	185,0	189,0	219,0	271,0	302,0	350,0
2. Затраты, всего	(74,0)	(84,0)	(102,0)	(114,0)	(128,0)	(143,0)	(157,0)
3. В том числе амортизация	6,0	6,0	13,0	14,0	16,0	17,0	19,0
4. Прибыль до налогообложения	100,0	101,0	87,0	105,0	143,0	159,0	193,0
5. Налог на прибыль (ставка 20%)	20,0	20,2	17,4	21,0	28,6	31,8	38,6
6. Чистая прибыль	80,0	80,8	69,6	84,0	114,4	127,2	154,4
7. Инвестиции	—	(46,0)	(54,6)	(73,0)	(81,4)	(89,2)	(95,4)
Чистый денежный поток (п. 6 + п. 3 – п. 7)	86,0	40,8	26,0	25,0	49,0	55,0	78,0
Накопленный денежный поток	—	40,8	66,8	91,8	140,8	195,8	273,8
Дисконтированный денежный поток	—	34,5	18,7	15,2	25,3	24,0	28,9
Текущая (приведенная) стоимость денежного потока	—	34,5	53,2	68,4	93,7	117,7	146,6

$$CV_{CF} = \sum_{t=1}^6 \frac{CF_t}{(1+k)^t} = (34,5 + 18,7 + 15,2 + 25,3 + 24,0 + 28,9) = 146,6 \text{ млрд руб.}$$

Согласно расчетам (таблица 3.2) чистый денежный поток, доступный акционерам за весь анализируемый период, составит 273,8 млрд руб., с учетом фактора времени — 146,6 млрд руб.

Величина чистых активов компании есть количественное выражение собственного капитала, т. е. она отражает стоимость той части имущества, которая в случае наступления неблагоприятных обстоятельств может быть использована для исполнения обязательств коммерческой организации.

От величины чистых активов зависят возможности увеличения уставного капитала, выплаты дивидендов, реорганизации акционерных обществ и ряд других решений. Если по итогам года стоимость чистых активов будет меньше уставного капитала компании, то компания обязана уменьшить его до величины чистых активов.

Правила расчета чистых активов приведены в совместном приказе Минфина РФ и ФКЦБ России от 29 января 2003 г. № 10н/03-6/пз. Согласно указанному документу *чистые активы* — это разность суммы активов организации, принимаемых к расчету, и суммы пассивов, принимаемых к расчету.

Величина активов организации определяется как сумма всех активов (стр. 300) за вычетом статей “Задолженность участников (учредителей) по взносам в уставный капитал” (стр. 244) и стоимости в сумме фактических затрат на выкуп “Собственные акции, выкупленные у акционеров”. В связи с внесением изменений в содержание бухгалтерской отчетности в соответствии с приказом Минфина РФ от 22 июля 2003 г. № 67н “О формах бухгалтерской отчетности организаций” в бухгалтерском балансе строка “Собственные акции, выкупленные у акционеров” перенесена из актива в пассив — в раздел III “Капитал и резервы” — как строка, регулирующая уставный капитал. Поэтому сумму активов, принимаемых к расчету чистых активов, теперь не требуется корректировать на названную выше строку баланса.

Величина обязательств рассчитывается как сумма статей “Долгосрочные обязательства” (стр. 590) и “Краткосрочные обязательства” (стр. 690) за вычетом статьи “Доходы будущих периодов” (стр. 640).

**Показатели рентабельности** (таблица 3.3) показывают, насколько прибыльна деятельность организации. Эти коэффициенты рассчитываются как отношение полученной прибыли к затраченным средствам, либо как отношение полученной прибыли к объему реализованной продукции, либо прибыли к какому иному показателю. При этом не следует забывать, что и под прибылью, вообще говоря, могут пониматься различные показатели.

Таблица 3.3 — Показатели рентабельности (%)

Наименование показателя	Методика расчета, рекомендованная Положением о раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг, утвержденным приказом ФСФР России от 10 октября 2006 г. № 06-117/пз-н
Рентабельность собственного капитала ( $R_{cc}$ )	(Чистая прибыль) / (Капитал и резервы – целевые финансирование и поступления + доходы будущих периодов – собственные акции, выкупленные у акционеров) $\times 100$
Рентабельность активов ( $R_{чп}^A$ )	(Чистая прибыль) / (Балансовая стоимость активов) $\times 100$
Рентабельность продаж ( $R_{об}$ )	(Прибыль от продаж) / (Выручка) $\times 100$
Коэффициент чистой прибыли ( $R_{чп}^{об}$ )	(Чистая прибыль) / (Выручка) $\times 100$

Наиболее часто используемыми показателями в контексте финансового менеджмента являются рентабельность собственного капитала, рентабельность всех активов организации, рентабельности продаж.

*Коэффициент рентабельности собственного капитала* показывает, сколько денежных единиц чистой прибыли заработала каждая единица, вложенная собственниками организации.

Экономический смысл показателя *рентабельности активов* состоит в том, что он характеризует отдачу с каждого рубля, вложенного в активы организации. Этот показатель является одним из наиболее важных индикаторов конкурентоспособности организации. Уровень конкурентоспособности определяет-

ся посредством сравнения рентабельности всех активов анализируемой организации со среднеотраслевым коэффициентом.

*Коэффициент рентабельности продаж* показывает, какую прибыль получает организация с каждого рубля продаж.

Величина показателя рентабельности продаж широко варьируется в зависимости от сферы деятельности организации. Объясняется это различиями в скорости оборота средств, связанными с различиями в размерах используемого капитала, необходимого для хозяйственных операций, в сроках кредитования, величине складских запасов и т. д. Длительный оборот капитала делает необходимым получение большей прибыли, чтобы достичь удовлетворительных результатов. Более быстрый оборот капитала приносит те же результаты и при меньшей величине прибыли в расчете на объем проданной продукции.

Различия в значениях показателя рентабельности продаж в рамках одной отрасли непосредственно определяются эффективностью управления в конкретной организации.

Величина показателя рентабельности продаж находится в прямой зависимости от структуры капитала организации. Очевидно, что при прочих равных условиях рентабельность продаж будет тем меньше, чем значительнее величина задолженности (и, соответственно, плата за заемные средства).

*Коэффициент чистой прибыльности* является итоговой характеристикой прибыльности основной деятельности организации за период времени. Данный коэффициент показывает, насколько эффективно “сработала” вся менеджерская команда, включая производственных менеджеров, маркетологов, финансовых менеджеров в части основной деятельности компании.

**Показатели ликвидности или текущей платежеспособности** (таблица 3.4).

Различают долгосрочную и текущую платежеспособность. Способность организации рассчитываться по своим краткосрочным обязательствам принято называть текущей платежеспособностью. Иначе говоря, организация считается платежеспособной, когда она в состоянии выполнить свои краткосрочные обязательства.

Таблица 3.4—Показатели ликвидности или текущей платежеспособности

Показатель	Методика расчета, рекомендованная Положением о раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг, утвержденным приказом ФСФР России от 10 октября 2006 г. № 06-117/пз-н
Коэффициент быстрой ликвидности ( $K_{\text{бл}}$ )	(Оборотные активы – запасы – налог на добавленную стоимость по приобретенным ценностям – долгосрочная дебиторская задолженность) / (Краткосрочные обязательства (не включая доходы будущих периодов))
Коэффициент текущей ликвидности ( $K_{\text{тл}}$ )	(Оборотные активы – долгосрочная дебиторская задолженность) / (Краткосрочные обязательства (не включая доходы будущих периодов))
Покрытие платежей по обслуживанию долгов ( $K_{\text{пл}}$ ), %	(Чистая прибыль за отчетный период + амортизационные отчисления за отчетный период) / (Обязательства, подлежащие погашению в отчетном периоде + проценты, подлежащие уплате в отчетном периоде) × 100

Коэффициенты ликвидности позволяют определить способность организации оплатить свои краткосрочные обязательства в течение отчетного периода.

*Коэффициент быстрой ликвидности* характеризует ту часть текущих обязательств, которая может быть погашена не только за счет наличности, но и за счет ожидаемых поступлений за отгруженную продукцию, выполненные работы или оказанные услуги.

По международным стандартам уровень коэффициента должен быть выше 1. В России его оптимальное значение определено как 0,7–0,8.

*Коэффициент текущей ликвидности* показывает, достаточно ли у организации средств, которые могут быть использованы для погашения краткосрочных обязательств в течение определенного периода.

Согласно общепринятым международным стандартам считается, что этот коэффициент должен находиться в пределах от единицы до двух (иногда трех). Нижняя граница обусловлена тем, что оборотных средств должно быть по меньшей мере достаточ-

но для погашения краткосрочных обязательств, иначе организация окажется под угрозой банкротства. Превышение оборотных активов над краткосрочными обязательствами более чем в два (три) раза считается также нежелательным, поскольку может свидетельствовать о нерациональной структуре капитала. При анализе коэффициента особое внимание обращается на его динамику. Значение показателя может значительно варьировать по отраслям и видам деятельности, а его разумный рост в динамике обычно рассматривается как благоприятная тенденция.

Показатель *покрытие платежей по обслуживанию долгов* характеризует возможности компании обслуживать долг. При расчете показателя учитывается не только сумма процентных платежей, но и величина погашения обязательств в отчетном периоде. При расчете этого коэффициента исходят из предположения, что основным источником средств для обслуживания долга будет чистая прибыль и амортизационные отчисления, и любое значительное изменение в этом соотношении может служить сигналом возможных затруднений. Но значительные колебания размера прибыли — это лишь один вид риска. Не существует четко выработанных критериев, каким должно быть это соотношение.

**Показатели финансовой устойчивости или структуры капитала или долгосрочной платежеспособности** (таблица 3.5) отражают способность организации погашать долгосрочную задолженность.

Финансовая устойчивость важна не только для самой компании, но и для поставщиков, кредиторов и инвесторов, так как характеризует среднесрочную и долгосрочную перспективу ее стабильной деятельности и определяемые этим риски сотрудничества.

*Индекс постоянного актива* показывает, какая доля собственных источников средств направляется на покрытие внеоборотных активов, т. е. основной части производственного потенциала компании.

*Коэффициент автономии собственных средств* важен как для инвесторов, так и для кредиторов организации, поскольку

характеризует долю средств, вложенных собственниками в общую стоимость имущества организации. Коэффициент автономии собственных средств указывает, насколько организация может уменьшить величину активов без нанесения ущерба интересам кредиторов.

Таблица 3.5 — Показатели финансовой устойчивости или структуры капитала или долгосрочной платежеспособности

Наименование показателя	Методика расчета, рекомендованная Положением о раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг, утвержденным приказом ФСФР России от 10 октября 2006 г. № 06-117/пз-н
Индекс постоянного актива ( $K_{\text{па}}$ )	(Внеоборотные активы + долгосрочная дебиторская задолженность) / (Капитал и резервы (за вычетом собственных акций, выкупленных у акционеров) – целевые финансирование и поступления + доходы будущих периодов)
Коэффициент автономии собственных средств ( $K_{\text{авт}}$ )	(Капитал и резервы (за вычетом собственных акций, выкупленных у акционеров) – целевые финансирование и поступления + доходы будущих периодов) / (Внеоборотные активы + оборотные активы)
Отношение суммы привлеченных средств к капиталу и резервам, ( $K_{\text{окр}}$ ), %	(Долгосрочные обязательства на конец отчетного периода + краткосрочные обязательства на конец отчетного периода) / (Капитал и резервы на конец отчетного периода) $\times 100$
Отношение суммы краткосрочных обязательств к капиталу и резервам, ( $K_{\text{окр}}$ ), %	(Краткосрочные обязательства на конец отчетного периода) / (Капитал и резервы на конец отчетного периода) $\times 100$
Уровень просроченной задолженности ( $K_{\text{уз}}$ ), %	(Просроченная задолженность на конец отчетного периода) / (Долгосрочные обязательства на конец отчетного периода + краткосрочные обязательства на конец отчетного периода) $\times 100$

Существует мнение, что если значение коэффициента *автономии собственных средств* больше или равно 50%, то риск кредиторов минимален: реализовав половину имущества, сформированного за счет собственных средств, организация сможет пога-

свить свои долговые обязательства. Следует подчеркнуть, что данное положение не может использоваться как общее правило. Оно нуждается в уточнении с учетом специфики деятельности организации и, прежде всего ее отраслевой принадлежности. В организациях нефтегазового комплекса, отличающихся высокой капиталоемкостью, значение этого коэффициента будет автоматически высоким (превышающим 50%), так как большая часть этого собственного капитала будет иммобилизована в основных средствах, а это не означает, что оборотные активы обеспечены полностью данным источником средств. Но, без сомнения, рост доли собственного капитала создает предпосылки для этого.

*Показатели отношения суммы привлеченных средств к капиталу и резервам и отношение суммы краткосрочных обязательств к капиталу и резервам* являются индикаторами финансовой зависимости.

*Показатель уровень просроченной задолженности* показывает долю просроченной задолженности компании в общей сумме обязательств компании.

**Показатели деловой активности или оборачиваемости** (таблица 3.6) позволяют проанализировать, в какой мере эффективно компания использует свои средства, вложенные в активы, или их составные элементы и насколько быстро они превращаются в реальные деньги. Коэффициенты могут выражаться в днях, а также в количестве оборотов того либо иного ресурса организации за анализируемый период.

*Коэффициент оборачиваемости капитала* характеризует различные аспекты деятельности компании. С коммерческой точки зрения он отражает либо излишки продаж, либо их недостаточность; с финансовой — скорость оборота вложенного капитала компании за расчетный период (количество оборотов за период); с экономической — активность денежных средств, которыми рискует собственник. Высокий рост показателя означает значительное превышение уровня реализации над вложенным капиталом. Низкий показатель оборачиваемости указывает на необходимость вложения инвестиций в другой, более подходящий в сложившихся условиях источник доходов.



Таблица 3.6 — Показатели деловой активности или оборачиваемости

Наименование показателя	Методика расчета, рекомендованная Положением о раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг, утвержденным приказом ФСФР России от 10 октября 2006 г. № 06-117/пз-н
Оборачиваемость капитала ( $K_{об}^k$ ), раз	(Выручка) / (Балансовая стоимость активов – Краткосрочные обязательства)
Оборачиваемость дебиторской задолженности ( $K_{об}^{дз}$ ), раз	(Выручка) / (Дебиторская задолженность на конец отчетного периода – задолженность участников (учредителей) по вкладам в уставный капитал на конец отчетного периода)
Оборачиваемость кредиторской задолженности ( $K_{об}^{кз}$ ), раз	(Себестоимость) / (Кредиторская задолженность на конец отчетного периода)

*Оборачиваемость дебиторской задолженности* показывает вынужденное или добровольное расширение или снижение коммерческого кредита, предоставляемого компанией. Этот показатель полезно сравнивать с коэффициентом оборачиваемости кредиторской задолженности. Такой подход позволяет сопоставить условия коммерческого кредитования, которыми компания пользуется у других организаций, с теми условиями кредитования, которые компания предоставляет своим дебиторам. Исследования проблемы платежеспособности компаний показывают, величина дебиторской задолженности должна составлять 75–80% от величины кредиторской задолженности организации.

Таким образом, анализ коэффициентов деловой активности компании дополняется обязательным рассмотрением соотношения между дебиторской и кредиторской задолженностью организации, рассмотрением его изменения.

При проведении анализа деловой активности организации необходимо также обратить внимание на длительность операционного и финансового циклов, которые определяются в днях.

Продолжительность операционного цикла составляет период времени от момента расходования организацией денежных средств на приобретение запасов до получения денег от

дебиторов за реализованную продукцию (товары) или оказанные услуги.

Расчет продолжительности операционного цикла осуществляется по формуле

$$\text{ПОЦ} = \text{ПОмз} + \text{ПОнз} + \text{ПОгп} + \text{ПОдз}, \quad (3.3)$$

где ПОЦ — продолжительность операционного цикла, дн.;

ПОмз — период оборота запасов сырья, материалов, полуфабрикатов, дн.;

ПОнз — период оборота незавершенного производства, дн.;

ПОгп — период оборота запасов готовой продукции, дн.;

ПОдз — период оплаты дебиторской задолженности, дн.

Финансовый цикл представляет собой период полного оборота денежных средств, инвестированных в оборотные активы, начиная с момента погашения кредиторской задолженности за полученное сырье, материалы и полуфабрикаты и заканчивая оплатой дебиторской задолженности за поставленную продукцию. Поскольку организации нередко оплачивают счета поставщиков с временным лагом и, следовательно, используют в своем обороте привлеченные источники средств, то финансовый цикл меньше операционного цикла на период текущей кредиторской задолженности.

Формула для определения продолжительности финансового цикла имеет следующий вид:

$$\text{ПФЦ} = \text{ПОЦ} - \text{ПОкз}, \quad (3.4)$$

где ПФЦ — продолжительность финансового цикла, дн.;

ПОЦ — продолжительность операционного цикла, дн.;

ПОкз — период оборота кредиторской задолженности, дн.

Между продолжительностью операционного и финансового циклов компании существует тесная связь, которая графически представлена на рисунке 3.2.

Положительной тенденцией в организации считается уменьшение продолжительности финансового цикла, которое можно достичь путем:

- ускорения операционного (производственного) процесса;

- ускорения оборачиваемости дебиторской задолженности;
- замедления оборачиваемости кредиторской задолженности (при этом необходимо контролировать выполнение сроков расчетов по кредиторской задолженности, т. е. не допускать возникновения существенных штрафных санкций).

ПЕРИОД ОПЕРАЦИОННОГО ЦИКЛА			
Период оборота запасов сырья, материалов, полуфабрикатов	Период оборота незавершенного производства	Период оборота запасов готовой продукции	Период оплаты дебиторской задолженности
Период оборота кредиторской задолженности	<b>ПЕРИОД ФИНАНСОВОГО ЦИКЛА</b> <b>(цикла денежного оборота)</b>		

Рисунок 3.2 — Схема взаимосвязи операционного и финансового циклов

**Показатели рыночной активности** (таблица 3.7) должны характеризовать стоимость и доходность акции и других ценных бумаг компании.

Таблица 3.7 — Показатели рыночной активности

Показатель	Методика расчета, рекомендованная Положением о раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг, утвержденным приказом ФСФР России от 10 октября 2006 г. № 06-117/пз-н
Доля дивидендов в прибыли ( $K_{РА}^{ДД}$ ), %	(Дивиденды по обыкновенным акциям по итогам заверченного финансового года) / (Чистая прибыль по итогам заверченного финансового года – дивиденды по привилегированным акциям по итогам заверченного финансового года) $\times 100$
Прибыль на акцию ( $K_{РА}^A$ ), руб.	(Чистая прибыль – дивиденды по привилегированным акциям) / (число обыкновенных акций)

*Коэффициент доли дивидендов в прибыли* характеризует долю чистой прибыли, выплаченной в виде дивидендов. Особенностью финансового анализа данного коэффициента является

ся то, что не существует его “хорошего” или “плохого” уровня. Наиболее общим критерием здесь является то, что он не должен превышать единицу. Если это условие соблюдается, то делают вывод, что организация в отчетном году заработала достаточно прибыли для выплаты дивидендов. Превышение данным коэффициентом единицы свидетельствует либо о нерациональной дивидендной политике организации, либо об ее финансовых затруднениях (организация вынуждена “заимствовать” деньги из своих финансовых резервов). Вообще говоря, согласно российскому законодательству дивиденды выплачиваются из прибыли и потому превышение значения этого коэффициента единицы есть нарушение закона.

Что же касается конкретного уровня рассматриваемого коэффициента, то он в разных организациях варьируется от 0 до 0,9. Более того, один и тот же его уровень различными инвесторами может трактоваться совершенно по-разному в зависимости от целей инвестирования ими своих средств в данную компанию.

Существуют две основные цели инвестирования в ценные бумаги: получение текущего дохода (дивиденда) и накопление средств вследствие увеличения курсовой стоимости акции. Эти две цели в известной степени противоречат друг другу: при прочих равных условиях, чем большая часть прибыли расходуется на выплату дивидендов, тем меньше средств может быть реинвестировано в организацию, тем медленнее темпы ее роста и тем медленнее и проблематичнее рост курсовой стоимости ее акций.

Инвесторы обычно выбирают организацию, дивидендная политика которой в наибольшей степени соответствует целям их инвестирования. Поэтому в самом общем случае изменение дивидендной политики вызывает большее неудовольствие акционеров, чем низкий уровень дивидендов. Таким образом, стабильность дивидендной политики является одним из наиболее важных факторов, влияющих на отношение инвесторов в организации.

К числу нормативно регулируемых коэффициентов рыночной активности относят *показатель прибыли на одну акцию*.

Данный показатель является одним из важнейших, используемых для характеристики рыночной активности организа-

ции. Он свидетельствует о том, какая сумма заработанной в отчетном периоде чистой прибыли, приходится на одну обыкновенную акцию организации. Показатель прибыли на акцию является характеристикой доходности владельцев обыкновенных акций, учитывается при решении вопроса о выплате дивидендов и инвестировании средств. Положительная динамика данного показателя — фактор инвестиционной привлекательности организации.

В международной практике порядок расчета данного показателя определяется требованиями МСФО 33 “Прибыль на акцию”. В российской практике действуют Методические рекомендации по раскрытию информации о прибыли, приходящейся на одну акцию, утвержденные приказом Минфина России от 21 марта 2000 г. № 29н.

Методику расчета коэффициентов и показателей, характеризующих финансовое состояние организации, рассмотрим на примере компании ОАО “Глобэл Энерджи” (приложения 1–3). Для расчета приведенных показателей использовалась методика, рекомендованная Положением о раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг, утвержденным приказом Федеральной службы по финансовым рынкам от 10 октября 2006 г. № 06-117/пз-н.

Показатели, характеризующие масштаб деятельности организации, представлены в таблице 3.8, данные которой свидетельствуют об успешном и стабильном развитии компании.

Таблица 3.8 — Показатели, характеризующие масштаб деятельности организации ОАО “Глобэл Энерджи”

Показатель	20X4 г.	20X5 г.	20X6 г.	20X7 г.	20X8 г.
Выручка, млн руб.	780 613	887 231	1 231 262	1 632 653	1 774 980
Валовая прибыль, млн руб.	525 626	569 825	806 071	1 054 127	1 051 198
Чистая прибыль (нераспределенная прибыль (непокрытый убыток), млн руб.	129 671	161 084	203 439	343 680	360 450

## Окончание таблицы 3.8

Показатель	20X4 г.	20X5 г.	20X6 г.	20X7 г.	20X8 г.
Рыночная капитализация компании, млн руб.	938 319	1 840 399	4 612 457	7 166 177	8 171 828
Сумма непокрытого убытка на отчетную дату, млн руб.	0	0	0	0	0
Стоимость чистых активов, млн руб.	1 707 213	1 851 961	2 964 323	3 655 412	3 955 523
Производительность труда, тыс. руб./чел.	165 209	168 964	228 265	291 545	318 611
Амортизация к объему выручки, %	11,77	11,02	13,78	12,50	12,22
Собственные оборотные средства, млн руб.	27 084	83 275	-93 187	20 521	-70 490

В течение пяти последних завершенных финансовых лет показатели выручки, валовой прибыли и чистой прибыли демонстрируют положительную динамику.

Стоимость чистых активов эмитента на протяжении всего рассматриваемого периода имела тенденцию к росту. Наиболее существенный рост чистых активов, составивший 60,06% и 23,31% по отношению к предыдущему завершенному финансовому году, наблюдается в 20X6 и 20X7 гг. соответственно. Значительное увеличение стоимости чистых активов в указанные периоды связано с переоценкой основных средств общества. Переоценка привела к значительному увеличению текущей (восстановительной) стоимости основных средств, а также увеличила размер добавочного капитала общества. В 20X8 г. тенденция роста стоимости чистых активов сохранилась.

По результатам деятельности в 20X4 и 20X5 гг. ОАО «Глобэл Энерджи» не испытывало недостаток собственных оборотных средств для финансирования текущей деятельности.

Основное влияние на рост собственных оборотных средств на 207% в 20X5 г. по сравнению с 20X4 г. оказала прибыльность деятельности Общества. Рост нераспределенной прибыли про-

исходил более быстрыми темпами, чем рост внеоборотных активов Общества.

В течение 20X6 г. ОАО “Глобэл Энерджи” испытывало недостаток собственных оборотных средств для финансирования текущей деятельности. С целью пополнения оборотных средств Эмитент привлекал заемные средства, что сказывалось на его текущей платежеспособности.

Отрицательное значение собственных оборотных средств по итогам деятельности в 20X6 г., в большей степени, связано с увеличением объема долгосрочных финансовых вложений в дочерние общества. По результатам деятельности в 20X7 г. собственные оборотные средства ОАО “Глобэл Энерджи” демонстрируют тенденцию к росту. По состоянию на 31 декабря 20X7 г. величина собственных оборотных средств составила 20 521 млн руб., что стало результатом роста прибыльности деятельности Общества.

Отрицательное значение собственных оборотных средств по итогам деятельности в 20X8 г., в большей степени, связано с существенным увеличением объема долгосрочных финансовых вложений (на 50,46% по сравнению с показателем 20X7 г.), вследствие которого рост внеоборотных активов Общества происходил более быстрыми темпами, чем рост показателя нераспределенной прибыли. Рост объема долгосрочных финансовых вложений происходил, в основном, за счет увеличения инвестиций в дочерние, зависимые и прочие общества, связанных с осуществлением ОАО “Глобэл Энерджи” стратегических сделок по приобретению акций.

Рассчитаем показатель экономической добавленной стоимости за 20X8 г. (см. приложения 1, 2), по формуле (3.1):

$$\begin{aligned} \text{ЭДС} &= [3\,955\,521\,437 + 738\,796\,027 + 930] \times \\ &\times \left[ \frac{360\,449\,550}{3\,955\,521\,437 + 738\,796\,027 + 930} \div (1 - 0,2) + \frac{53\,551\,252}{3\,955\,521\,437 + 738\,796\,027 + 930} \times 100\% - 10,2\% \right]^1 = \\ &= 4\,694\,318\,394 \times 0,5 = 23\,471\,591,97 \text{ тыс. руб.} \end{aligned}$$

---

<sup>1</sup> Расчет средневзвешенной стоимости капитала (СВСК) представлен в гл. 6, таблица 6.2.

Положительная величина ЭДС (EVA) характеризует эффективное использование капитала и позволяет сделать вывод об успешной работе компании.

**Оценка динамики и уровня показателей рентабельности** представлена в таблице 3.9.

Таблица 3.9 — Показатели рентабельности ОАО “Глобэл Энерджи” (%)

Показатель	20X4 г.	20X5 г.	20X6 г.	20X7 г.	20X8 г.
Рентабельность собственного капитала	7,60	8,70	6,86	9,40	9,11
Рентабельность активов	5,65	6,41	5,26	7,55	6,90
Рентабельность продаж	26,59	23,85	29,09	31,72	27,41
Коэффициент чистой прибыльности	16,61	18,16	16,52	21,05	20,31

Прибыльность деятельности ОАО “Глобэл Энерджи” подтверждается положительными значениями величины показателей рентабельности.

ОАО “Глобэл Энерджи” — организация, относящаяся к капиталоемкой отрасли и имеющая значительный объем инвестиций в долгосрочные активы с низким коэффициентом оборачиваемости.

Кроме того, основная масса долгосрочных активов Эмитента представляет собой капиталовложения в проекты, связанные с добычей, транспортировкой и хранением газа, имеющие достаточно длительные сроки реализации и невысокую рентабельность.

Рост коэффициентов рентабельности по итогам деятельности в 20X5 и 20X7 гг. обусловлен, в первую очередь, значительным увеличением чистой прибыли Общества.

Значения показателей рентабельности собственного капитала и рентабельности активов по итогам деятельности Общества в 20X8 г. по сравнению с 20X7 г. снизились с 9,40 до 9,11% и с 7,55 до 6,90% соответственно. Данное снижение объясняется более быстрыми темпами роста активов и собственного капитала Общества по сравнению с чистой прибылью.



Показатель коэффициент чистой прибыльности за пять завершенных финансовых лет достаточно стабилен и находится в диапазоне 16,5–21,05%, что позволяет сделать вывод об успешной работе компании.

**Оценка ликвидности или текущей платежеспособности** представлена в таблице 3.10.

Коэффициенты ликвидности ОАО “Глобэл Энерджи” находятся на достаточно высоком уровне.

Таблица 3.10 — Показатели ликвидности, или текущей платежеспособности ОАО “Глобэл Энерджи”

<b>Показатель</b>	<b>20X4 г.</b>	<b>20X5 г.</b>	<b>20X6 г.</b>	<b>20X7 г.</b>	<b>20X8 г.</b>
Коэффициент текущей ликвидности	1,84	3,04	3,34	2,96	2,80
Коэффициент быстрой ликвидности	1,54	2,52	2,67	2,35	2,34
Покрытие платежей по обслуживанию долгов, раз	1,84	1,53	1,40	2,67	1,91

В период 20X4–20X6 гг. коэффициенты быстрой и текущей ликвидности демонстрируют положительную динамику, что объясняется сокращением вексельной программы ОАО “Глобэл Энерджи” и, как следствие, снижением доли вексельной задолженности в краткосрочных пассивах Общества.

Увеличение коэффициентов быстрой и текущей ликвидности в 20X5 г. более чем в 1,6 раза по отношению к 20X4 г. явилось следствием сокращения краткосрочных обязательств Общества.

Увеличение коэффициента текущей ликвидности на 9,87% в 20X6 году по сравнению с 20X5 г. связано со снижением доли краткосрочных обязательств (стр. 690 баланса) в общей сумме долгосрочных и краткосрочных обязательств Общества (сумма стр. 590 и 690).

Некоторое снижение коэффициентов быстрой и текущей ликвидности в 20X7 и 20X8 г. связано в основном с увеличением краткосрочных обязательств ОАО “Глобэл Энерджи”.

Наибольшее влияние на снижение значений коэффициентов ликвидности по итогам деятельности в 20X8 г. оказал рост на 94,80% размера краткосрочных займов и кредитов (стр. 610

баланса) за счет стр. 613 баланса “Текущая часть долгосрочных кредитов и займов”.

Высокие значения показателя “Покрытие платежей по обслуживанию долгов” в течение рассматриваемого периода свидетельствуют о прибыльности ОАО “Глобэл Энерджи” и о достаточном запасе финансовой прочности Эмитента по обслуживанию взятых на себя обязательств. Для расчета данного показателя использовалась методика ФСФР России, но выражен он не в процентах, а в разах, т. е. этот показатель демонстрирует, во сколько раз средства, генерируемые предприятием, позволяют покрыть фиксированные платежи по долгу и процентам.

Увеличение показателя “Покрытие платежей по обслуживанию долгов” с 1,40 в 20X6 г. до 2,67 в 20X7 г. связано в большей степени с существенным увеличением прибыльности деятельности Общества. Чистая прибыль ОАО “Глобэл Энерджи” по итогам деятельности в 20X7 г. увеличилась на 140 241 385 тыс. руб., или на 68,94%, по сравнению с 20X6 г.

По состоянию на 31 декабря 20X8 г. значение показателя стабилизировалось до уровня последних лет и составило 1,91.

**Оценка показателей финансовой устойчивости** представлена в таблице 3.11.

Таблица 3.11— Показатели финансовой устойчивости или структуры капитала или долгосрочной платежеспособности ОАО “Глобэл Энерджи”

<b>Показатель</b>	<b>20X4 г.</b>	<b>20X5 г.</b>	<b>20X6 г.</b>	<b>20X7 г.</b>	<b>20X8 г.</b>
Коэффициент автономии собственных средств	0,74	0,74	0,77	0,80	0,76
Индекс постоянного актива	1,05	1,03	1,08	1,03	1,05
Отношение суммы привлеченных средств к капиталу и резервам, %	34,46	35,63	30,41	24,56	32,00
Отношение суммы краткосрочных обязательств к капиталу и резервам, %	16,15	10,82	6,66	7,31	9,60
Уровень просроченной задолженности, %	3,41	4,30	2,87	3,16	3,14

Коэффициент автономии собственных средств имеет достаточно высокий уровень и демонстрируют динамику к росту: с 0,74 по состоянию на 31 декабря 20X4 г. до 0,80 по состоянию на 31 декабря 20X7 г. Это свидетельствует о том, что большая часть имущества ОАО “Глобэл Энерджи” сформирована за счет собственных средств и увеличение этого показателя в динамике характеризует усиление финансовой независимости компании.

Незначительное снижение коэффициента автономии до уровня 0,76 по итогам деятельности Общества в 20X8 г. обусловлено увеличением внеоборотных и оборотных активов Общества, главным образом за счет роста финансовых вложений, запасов и краткосрочной дебиторской задолженности

Значение индекса постоянного актива — чуть более единицы, и колебания его в течение этого периода было незначительно.

Динамика показателей “Отношение суммы привлеченных средств к капиталу и резервам” и “Отношение суммы краткосрочных обязательств к капиталу и резервам” в течение пяти завершаемых финансовых лет свидетельствует о постепенном снижении зависимости ОАО “Глобэл Энерджи” от внешних источников финансирования.

По итогам деятельности в 20X8 г. показатель отношения суммы привлеченных средств к капиталу и резервам увеличился по сравнению 20X7 г. с 24,56 до 32,00%. Столь заметный рост показателя обусловлен в большей степени увеличением разделов баланса “Краткосрочные обязательства” и “Долгосрочные обязательства”, а также некоторым снижением темпов роста прибыльности Общества в сравнении с темпами роста привлеченных средств. Постатейный анализ обязательств Общества позволяет констатировать, что фиксируемое показателем увеличение долговой нагрузки произошло, преимущественно, за счет роста долгосрочных обязательств в форме займов, полученных в результате размещения облигаций участия в кредите.

По итогам деятельности в 20X8 г. показатель отношения суммы краткосрочных обязательств к капиталу и резервам также увеличился. Рост показателя объясняется главным образом уве-

личением краткосрочных обязательств по статьям баланса 613 “текущая часть долгосрочных кредитов и займов”.

Изменение значений показателей отношения суммы привлеченных средств к капиталу и резервам и отношения суммы краткосрочных обязательств к капиталу и резервам за 20X8 г. по сравнению с аналогичным периодом 20X7 г. свидетельствует о некотором росте долговой нагрузки.

Значения показателя уровень просроченной задолженности в течение 20X4–20X8 гг. незначительны и демонстрируют несущественные колебания.

**Оценка показателей деловой активности или оборачиваемости** представлена в таблице 3.12.

Таблица 3.12 — Показатели деловой активности или оборачиваемости ОАО “Глобэл Энерджи”

Показатель	20X4 г.	20X5 г.	20X6 г.	20X7 г.	20X8 г.
Оборачиваемость капитала, раз	0,39	0,38	0,34	0,38	0,37
Оборачиваемость дебиторской задолженности, раз	1,74	1,66	2,10	2,41	2,00
Оборачиваемость кредиторской задолженности, раз	1,74	2,3	3,2	3,64	4,00

Показатели оборачиваемости и деловой активности ОАО “Глобэл Энерджи” увеличиваются, что рассматривается как положительное явление.

Однако коэффициенты оборачиваемости не вполне информативны. Более информативен, по нашему мнению, показатель, рассчитываемый на базе коэффициента оборачиваемости — длительность оборота (в днях):

$$T_i = 360 / k_i,$$

где  $k_i$  — коэффициент оборачиваемости  $i$ -й составляющей активов.

В частности для дебиторской задолженности с коэффициентом оборачиваемости в 20X8 г., равном 2, получаем длительность оборота, равную 180 дням. То есть дебиторы компании погашают свою задолженность в течение практически полугода,

в то время как каноны бухгалтерского учета устанавливают отнесение дебиторской задолженности к категории просроченной, если она не погашена в течение 90 дней. Таким образом, не все так благополучно. Это позволяет прийти к выводу, что в компании практически отсутствует система управления дебиторской задолженностью.

Рассмотрим длительность операционного и финансового циклов (времени “омертвления” капитала в запасах и расчетах и времени его отвлечения из оборота).

Следует отметить, что большинство специалистов считают, что при расчете финансовых показателей методически более верно использование средних величин, тогда как методика расчета, рекомендованная Положением о раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг, утвержденным приказом ФСФР России от 10 октября 2006 г. № 06-117/пз-н предполагает использование величин за соответствующий период (вместо средних). Такой подход расчета показателей в методических рекомендациях является более простым, но менее достоверным, поэтому для расчета операционного и финансового циклов за 20X8 г. будем использовать средние величины.

**Пример 3.2.** Вычислить операционный и финансовый денежный циклы ОАО “Глобэл Энерджи” за 20X8 г. Выручка от продаж — 1 774 979 437 тыс. руб. Себестоимость продукции, работ, услуг — 723 781 021 тыс. руб. (ф. № 2, приложение 2). Средние остатки по данным бухгалтерского баланса (приложение 1) составляют:

- запасов — 138 791 275 тыс. руб.;
- дебиторской задолженности — 783 816 575 тыс. руб.;
- кредиторской задолженности — 172 390 234,5 тыс. руб.

В этих условиях время оборота составит:

ПОмз — 69 дней ( $138\,791\,275 \times 360 / 723\,781\,021$ );

ПОдз — 159 дней ( $783\,816\,575 \times 360 / 1\,774\,979\,437$ );

ПОкз — 86 дней ( $172\,390\,234,5 \times 360 / 723\,781\,021$ );

ПОЦ — 228 дней ( $69 + 159$ );

ПФЦ — 142 дня ( $228 - 86$ ).

Следовательно, из 228 дней продолжительности операционного цикла в течение 86 дней оперативная деятельность компании будет финансироваться за счет кредиторской задолженности, а в оставшиеся 142 дня — за счет собственных средств и кредитов банка. Чем больше финансовый цикл, тем больше финансовых средств необходимо! Каждая организация стремится сократить длительность финансового цикла, так как это ведет к росту положительного денежного потока, уменьшению внешних источников финансирования.

**Оценка рыночной активности и инвестиционной привлекательности** представлена в таблицах 3.8 и 3.13.

Таблица 3.13 — Показатели рыночной активности ОАО “Глобэл Энерджи” (%)

Показатель	20X4 г.	20X5 г.	20X6 г.	20X7 г.	20X8 г.
Доля дивидендов в прибыли	12,60	17,49	17,46	17,50	-
Прибыль на акцию	6,02	6,8	8,58	14,52	15,23

Динамика и уровень показателей (таблица 3.12) свидетельствуют о том, что деятельность компании высоко оценивается фондовым рынком, значительно повысилась рыночная цена ее обыкновенных акций и отсюда капитализация. В основе высокой оценки находились рост прибыли на акцию, потенциал компании и ее способность к росту. В течение 20X4–20X7 гг. показатель доли дивидендов в чистой прибыли стабилен и его размер соответствует принятой в Обществе дивидендной политике. Данный показатель зависит от использования чистой прибыли на иные цели (формирование резервного фонда, использование прибыли в качестве источника финансирования инвестиционной программы текущего года) и утверждается общим собранием акционеров. По итогам деятельности за 20X8 г. дивиденды не объявлялись и не выплачивались.

Таким образом, на приведенном примере была показана методика финансовой оценки деятельности компании, рекомендованная Положением о раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг. В рассмотренном примере работа компании была стабильной и успешной.

## Резюме

1. Финансовая информация — это сведения, которые снижают неопределенность при принятии финансовых решений.

2. Информационная система (или система информационно-обеспечения) финансового менеджмента представляет собой функциональный комплекс, обеспечивающий процесс непрерывного целенаправленного подбора соответствующих информативных данных, необходимых для осуществления анализа, планирования и подготовки эффективных оперативных управленческих решений по всем аспектам финансовой деятельности организации. Данная система ориентирована на принятие краткосрочных и долгосрочных финансовых решений и на формирование собственной системы финансового мониторинга.

3. Потребителей информации, входящей в информационную систему финансового менеджмента можно условно разделить на две основные категории: *внутренние пользователи* (менеджеры, бухгалтеры, акционеры) и *внешние пользователи* (банки; налоговые органы; ФСФР РФ; аудиторские, информационные и консалтинговые фирмы; юристы и др.).

4. В процессе принятия финансовых и инвестиционных решений используется внутренняя и внешняя информация.

В состав внешней финансовой информации включают: обзор данных, характеризующих общеэкономическое развитие страны; данные о результатах деятельности аналогичных организаций; данные, характеризующая конъюнктуру финансового рынка, которая подразделяется на информацию: фондового рынка, кредитного рынка, валютного рынка; показатели, характеризующие деятельность конкурентов; сведения регулятивно-правового характера и др.

К внутренним источникам финансовой информации относят данные бухгалтерского учета и отчетности.

5. Финансовая отчетность является важнейшим источником информации финансового менеджмента. С точки зрения управления финансами в организации основными формами финансовой отчетности являются:

- форма № 1 “Бухгалтерский баланс”;
- форма № 2 “Отчет о прибылях и убытках”.
- форма № 4 “Отчет о движении денежных средств”.

6. Анализ финансовой информации деятельности компании является важным элементом системы финансового менеджмента. Главными видами анализа для целей финансового менеджера являются: чтение финансовой отчетности, а также анализ финансовых коэффициентов.

7. Экспресс-диагностика финансовой отчетности позволяет по “сухим” на первый взгляд цифрам сделать существенные выводы о состоянии и тенденциях развития компании, которые, как правило, подтверждаются расчетом аналитических коэффициентов.

8. В финансовом менеджменте наиболее важными признаются следующие группы финансовых коэффициентов:

- показатели, характеризующие масштаб деятельности организации;
- показатели рентабельности;
- показатели ликвидности или текущей платежеспособности;
- показатели финансовой устойчивости или структуры капитала или долгосрочной платежеспособности;
- показатели деловой активности или оборачиваемости;
- показатели рыночной активности.

9. При расчете финансовых коэффициентов компаниям, которые являются эмитентами ценных бумаг, следует руководствоваться методикой утвержденной приказом Федеральной службы по финансовым рынкам РФ от 10 октября 2006 г. № 06-117/пз-н.



## Глава 4. УПРАВЛЕНИЕ ДЕНЕЖНЫМИ ПОТОКАМИ

---

*Деньги — что навоз: никакой пользы, если лежат кучей.*

Фрэнсис Бэкон

### **Цели изучения темы:**

- ❖ формирование представлений об основах управления денежными потоками компании;
- ❖ понимание принципов классификации и оценки денежных потоков;
- ❖ получение знаний о задачах управления денежными потоками;
- ❖ приобретение навыков оценки и планирования денежных потоков.

### **4.1. Экономическая сущность и классификация денежных потоков организации**

Изучение экономической природы, назначения и роли денежных потоков (*Cash-Flow*) в деятельности организаций является новым направлением в российском финансовом менеджменте. В зарубежных корпорациях управление потоками денежных средств — важнейшее направление работы главного финансового менеджера (финансового директора).

*Денежный поток* — это приток и отток денежных средств и их эквивалентов, получаемых организацией от всех видов деятельности и расходуемых на обеспечение дальнейшей деятельности. Денежные потоки организации классифицируются в разрезе текущей, инвестиционной и финансовой деятельности (приложение 3).

Под *денежными средствами* понимают остаток денежных средств и денежных эквивалентов на расчетных, валютных и специальных банковских счетах, в кассе.

*Эквиваленты денежных средств* — краткосрочные, высоколиквидные вложения, легко обратимые в определенную сумму денежных средств и подвергающиеся незначительному риску изменения ценности, со сроком размещения обычно не более трех месяцев (а также овердрафтное кредитование).

*Приток денежных средств* осуществляется за счет: выручки от продажи товаров (продукции, работ, услуг), иного имущества; полученных авансов, кредитов и займов; средств целевого финансирования; дивидендов и процентов по финансовым вложениям; безвозмездного получения средств и др.

*Отток денежных средств* возникает вследствие: покрытия текущих (операционных) и инвестиционных затрат; платежей в бюджет и взносов в государственные внебюджетные фонды; выплат дивидендов и процентов владельцам эмиссионных ценных бумаг; финансовых вложений; выплат подотчетных сумм и авансов и пр.

Управление денежными потоками организации является важной составной частью общей системы управления его финансовой деятельностью. Эффективное управление денежными потоками позволяет сокращать потребность организации в заемном капитале. Активно управляя денежными потоками, можно обеспечивать более рациональное и экономное использование собственных финансовых ресурсов, формируемых из внутренних источников, снижать зависимость темпов развития организаций от привлекаемых кредитов.

Одна из ключевых задач финансового менеджмента — поддержание оптимальной величины и структуры вложения капитала в денежной форме с целью получения максимального объема денежных потоков за определенный период.

Управление денежными потоками представляет собой систему принципов и методов разработки и реализации управленческих решений, связанных с формированием, распределением и использованием денежных средств организации и осуществлением оборота.

Основными принципами, на которых базируется процесс управления денежными потоками организации, являются:

- принцип информационной достоверности. Как и каждая управляющая система, управление денежными потоками организации должно быть обеспечено необходимой информационной базой;

- принцип обеспечения сбалансированности. Управление денежными потоками организации имеет дело со многими их видами. Их подчиненность единым целям и задачам управления требует обеспечения сбалансированности денежных потоков организации по видам объемам, временным интервалам и другим существенным характеристикам. Реализация этого принципа связана с оптимизацией денежных потоков организации в процессе управления ими;

- принцип обеспечения динамики управления. Не все оптимальные управленческие решения, связанные с формированием и использованием денежных средств, разработанные в предшествующем периоде, можно использовать в будущих периодах, что связано с изменчивостью факторов внешней среды. Поэтому при управлении денежными потоками необходимо учитывать потенциал формирования денежных ресурсов, темпы экономического развития, другие внешние факторы;

- принцип обеспечения эффективности. Денежные потоки организации характеризуются существенной неравномерностью поступления и расходования денежных средств в разрезе отдельных временных интервалов, что приводит к формированию значительных объемов временно свободных денежных активов организации. Это временно свободные остатки денежных средств, которые теряют свою ценность во времени, от инфляции и по другим причинам. Реализация принципа эффективности в процессе управления денежными потоками заключается в обеспечении эффективного их использования путем осуществления финансовых инвестиций организации;

- принцип обеспечения разработки нескольких вариантов управленческих решений. При наличии альтернативных проектов управленческих решений их выбор должен быть основан

на системе критериев, определяющих финансовую стратегию организации;

- принцип обеспечения ликвидности. Неравномерность отдельных видов денежных потоков порождает временный дефицит денежных средств организации, который отрицательно сказывается на уровне ее платежеспособности. Поэтому, в процессе управления денежными потоками необходимо обеспечивать достаточный уровень их ликвидности на протяжении всего рассматриваемого периода. Реализация этого принципа обеспечивается путем соответствующей синхронизации положительного и отрицательного денежных потоков в разрезе каждого временного интервала рассматриваемого периода.

На основе вышеизложенного сформулируем основную цель управления денежными потоками — обеспечение финансового равновесия организации в процессе ее развития путем балансирования объемов поступления и расходования денежных средств за счет их синхронизации во времени.

В процессе реализации своей главной цели управление денежными потоками организации направлено на решение следующих задач:

- формирование оптимального объема денежных ресурсов организации в соответствии с потребностями ее хозяйственной деятельности. Эта задача реализуется путем определения потребности в необходимом объеме денежных ресурсов организации на предстоящий период, установления системы источников их формирования в предусматриваемом объеме;

- оптимизация распределения сформированного объема денежных ресурсов организации по видам хозяйственной деятельности и направлениям использования. В процессе реализации этой задачи обеспечивается необходимая пропорциональность в направлении денежных ресурсов организации на развитие ее операционной, инвестиционной, финансовой и прочей деятельности. В рамках каждого из видов деятельности выбираются наиболее эффективные направления использования денежных ресурсов, обеспечивающие достижение наилучших конечных результатов хозяйственной деятельности организации;

- обеспечение высокого уровня финансовой устойчивости организации. Такая финансовая устойчивость организации обеспечивается формированием рациональной структуры источников привлечения денежных средств, оптимизацией объемов привлечения денежных средств, поддержанием постоянной платежеспособности организации. Эта задача решается в первую очередь за счет эффективного управления остатками денежных активов и их эквивалентами, обеспечения равномерности поступления денежных средств в организацию, обеспечения синхронности формирования входящего и выходящего денежного потоков;

- максимизация чистого денежного потока, обеспечивающего заданные темпы экономического развития организации на условиях самофинансирования. Реализация этой задачи обеспечивается за счет формирования денежного оборота организации, генерирующего наибольший объем прибыли в процессе ее деятельности;

- обеспечение минимизации потерь ценности денежных средств в процессе их хозяйственного использования в организации. Денежные активы и их эквиваленты теряют свою ценность под влиянием факторов времени, инфляции, риска и т. д. Поэтому в процессе организации денежного оборота в организации следует избегать формирования чрезмерных запасов денежных средств, дифференцировать направления и формы использования денежных ресурсов.

Все рассмотренные задачи управления денежными потоками организации тесно взаимосвязаны, хотя отдельные из них носят разнонаправленный характер (поддержание постоянной платежеспособности и минимизация потерь ценности денежных средств в процессе их использования). Поэтому в процессе управления денежными потоками организации отдельные задачи должны быть гармонизированы между собой для наиболее эффективной реализации его главной цели.

Система управления денежными потоками реализует свою главную цель и основные задачи путем осуществления определенных функций. Основными из них являются:

а) создание эффективной системы бухгалтерского учета денежных потоков. В процессе реализации этой функции должны быть определены объемы и содержание информационных потребностей процесса управления денежными потоками; сформированы внешние и внутренние источники привлечения информации, удовлетворяющие эти потребности;

б) осуществление анализа формирования денежных потоков. В процессе реализации этой функции проводится анализ отдельных финансовых операций, связанных с формированием положительных и отрицательных денежных потоков; исследуется уровень и динамика основных показателей эффективности денежных потоков в разрезе отдельных видов деятельности организации; осуществляется анализ факторов, влияющих на отдельные показатели денежных потоков в рассматриваемом периоде, нарушений и их причин;

в) осуществление планирования денежных потоков. Реализация этой функции связана с разработкой системы оперативных бюджетов и текущих планов по всем основным направлениям формирования денежных потоков организации. Для обеспечения достаточности денежных потоков и минимизации рисков осуществляется их прогноз при стратегическом, тактическом и оперативном календарном планировании. Основой такого планирования является разработанная политика управления денежными потоками, требующая конкретизации на каждом этапе поступательного движения организации к поставленным целям;

г) оптимизация денежных потоков с целью повышения их эффективности, снижения зависимости от внешних источников финансирования, максимизации чистого денежного потока;

д) разработка действенной системы мотивации реализации управленческих решений по формированию денежных потоков. В процессе реализации этой функции формируется система поощрений и санкций в отношении руководителей и менеджеров отдельных структурных подразделений организации за выполнение или невыполнение установленных целевых финансовых показателей, финансовых нормативов и плановых заданий в области формирования денежных потоков;

е) осуществление эффективного контроля за реализацией принятых управленческих решений по формированию денежных потоков. Реализация этой функции управления денежными потоками связана с созданием систем внутреннего контроля в организации; разделением контрольных обязанностей отдельных служб и финансовых менеджеров; определением системы контролируемых показателей и контрольных периодов.

Таким образом, даже простое перечисление наиболее существенных характеристик денежного потока показывает, насколько важной является эта экономическая категория.

Понятие “денежный поток организации” является агрегированным, включающим в свой состав многочисленные виды этих потоков, обслуживающих хозяйственную деятельность. В целях обеспечения эффективного целенаправленного управления денежными потоками они требуют определенной систематизации терминологии, связанной с этим процессом. Среди экономистов, занимающихся этой проблемой, нет единого мнения по поводу классификации денежных потоков. На наш взгляд, наиболее полной представляется следующая классификация.

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

- *денежный поток по организации в целом.* Это наиболее агрегированный вид потока, который аккумулирует все виды денежных потоков, обслуживающих хозяйственный процесс организации в целом;

- *денежный поток по отдельным структурным подразделениям (центрам ответственности) организации.* Такая дифференциация денежного потока организации определяет его как самостоятельный объект управления в системе организационно-хозяйственного построения организации;

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

**2. По видам хозяйственной деятельности** в соответствии с ф. № 4 финансовой отчетности (приложение 3) и с междуна-

родными стандартами учета выделяют следующие денежные потоки:

- *денежный поток по текущей деятельности (операционный поток)*. Он характеризуется денежными выплатами поставщикам сырья и материалов; сторонним исполнителям отдельных видов услуг, обеспечивающих текущую деятельность; заработной платы персоналу, занятому в хозяйственном процессе, а также осуществляющему управление этим процессом; налоговых платежей организации в бюджеты всех уровней и во внебюджетные фонды; другими выплатами, связанными с осуществлением операционного процесса. Одновременно этот вид денежного потока отражает поступления денежных средств от покупателей продукции; от налоговых органов в порядке осуществления перерасчета излишне уплаченных сумм и некоторые другие платежи, предусмотренные международными и национальными стандартами учета;

- *денежный поток по инвестиционной деятельности*. Он характеризует платежи и поступления денежных средств, связанные с осуществлением реального и финансового инвестирования, продажей выбывающих основных средств и нематериальных активов, ротацией долгосрочных финансовых инструментов инвестиционного портфеля, и другие аналогичные потоки денежных средств, обслуживающие инвестиционную деятельность организации;

- *денежный поток по финансовой деятельности*. Он характеризует деятельность, которая приводит к изменениям в размере и составе собственного и заемного капитала организации (без учета овердрафтного кредитования).

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

- *положительный денежный поток*, характеризующий совокупность поступлений денежных средств в организацию от всех видов хозяйственных операций (в качестве аналога этого термина используется термин “приток денежных средств”);

- *отрицательный денежный поток*, характеризующий совокупность выплат денежных средств организацией в процес-



се осуществления всех видов хозяйственных операций (в качестве аналога этого термина используется термин “отток денежных средств”).

Характеризуя эти виды денежных потоков, финансовым службам организации 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 организации оба эти вида денежных потоков представляют собой единый (комплексный) управляемый объект.

**4. По методу исчисления объема** выделяют валовый и чистый потоки:

- *валовой денежный поток* характеризует всю сумму поступлений или расходования денежных средств в рассматриваемом периоде времени;

- *чистый денежный поток* — это разность между положительным и отрицательным денежными потоками (между поступлением и расходованием денежных средств) в рассматриваемом периоде времени. Чистый денежный поток является важнейшим результатом хозяйственной деятельности организации, во многом определяющим финансовое равновесие и темпы возрастания ее рыночной цены. Величину чистого денежного потока определяют по формуле

$$\text{ЧДП} = \text{ПДС} - \text{ВДС},$$

где ЧДП — чистый денежный поток в расчетном периоде, руб.;

ПДС — сумма поступлений денежных средств в расчетном периоде, руб.;

ВДС — сумма выплат денежных средств в расчетном периоде, руб.

**5. По отношению к организации денежный поток** подразделяется:

- *на внутренний денежный поток*. Он характеризует совокупность поступления и расходования денежных средств в рамках организации. Эти поступления и выплаты связаны с опера-

циями, обусловленными денежными отношениями компании с персоналом, учредителями (акционерами), дочерними структурными подразделениями и т. п. В общем денежном потоке организации его внутренний денежный поток занимает небольшой удельный вес;

- *внешний денежный поток*. Этот вид денежного потока обслуживает операции компании, связанные с его денежными отношениями с хозяйственными партнерами (поставщиками сырья и материалов, покупателями продукции, коммерческими банками, страховыми компаниями и т. п.) и государственными органами (налоговыми органами, таможенными службами, арбитражным судом и т. п.). Объем этого вида денежного потока составляет преимущественную часть совокупного денежного потока организации.

#### **6. По уровню достаточности объема** выделяют:

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

- *дефицитный денежный поток*. Он характеризует такой денежный поток, при котором поступления денежных средств существенно ниже реальных потребностей организации в целенаправленном их расходовании, что приводит к накоплению дебиторской задолженности, а отсюда к потере платежеспособности и финансовой устойчивости.

#### **7. По формам использования денежных средств** различают:

- *наличный денежный поток*, который характеризует ту часть совокупного денежного потока организации, которая обслуживается непосредственно наличными деньгами;

- *безналичный денежный поток*. Он характеризует ту часть совокупного денежного потока организации, которая обслуживается разнообразными кредитными и депозитными инструментами финансового рынка (чеками, пластиковыми карточками, аккредитивами, векселями, банковскими депозитами и т. п.).

Между наличным и безналичным денежными потоками организации существует тесная взаимосвязь, обусловленная тем, что наличные и кредитные (безналичные) деньги постоянно переходят из одной сферы денежного обращения в другую, изменяя при этом свою форму. Поступление безналичных денежных средств на счета организации в обслуживающем его банке является условием выдачи ему наличных денег и наоборот.

**8. По виду используемой валюты** выделяют:

- *денежный поток в национальной валюте.* Он характеризует денежный поток, который обслуживается в рублях;
- *денежный поток в иностранной валюте.* Он характеризует денежный поток, который обслуживается валютой других стран. В организации такой денежный поток связан, как правило, с осуществлением внешнеэкономических операций.

При агрегировании этих двух видов денежного потока в единый денежный поток организации учитывается влияние изменения денежных курсов в рассматриваемом периоде на остаток денежных средств.

**9. По предсказуемости возникновения** выделяют следующие виды денежных потоков:

- *полностью предсказуемый (детерминированный) денежный поток.* Он характеризует такой вид денежного потока, объем и время осуществления которого могут быть полностью предсказаны заранее. Примером такого вида денежного потока является амортизационный поток, денежный поток по обслуживанию и возврату полученных кредитных средств и т. п.;
- *недостаточно предсказуемый (вероятный) денежный поток.* Он характеризует такой вид денежного потока, объем и время осуществления которого не могут быть точно предсказаны заранее в связи с возможными изменениями факторов внешней среды, однако он известен с некоторой вероятностью. Примером такого вида денежного потока являются поступление денежных средств от реализации продукции (в связи с колебаниями конъюнктуры рынка), получение дивидендов по акциям (в связи с колебанием результатов хозяйственной деятельности их эмитентов) и т. п.;

- *непредсказуемый денежный поток*. Он характеризует такой вид денежного потока, который связан с чрезвычайными событиями в процессе осуществления организацией операционной, инвестиционной или финансовой деятельности, а также отдельными заранее не планируемыми операциями (например, уплата или получение штрафных санкций).

Классификация денежных потоков организации по предсказуемости их возникновения используется обычно в процессе их планирования и оптимизации с точки зрения применимости тех или иных методов (например, вероятностных).

**10. По возможности регулирования в процессе управления** выделяют:

- *денежный поток, поддающийся регулированию*. Он характеризует такой вид денежного потока, который может быть изменен во времени или по объему по желанию менеджеров (при целесообразности такого изменения в процессе хозяйственной деятельности). Примером такого вида денежного потока является продажа продукции в кредит, эмиссия акций или облигаций и т. п.;

- *денежный поток, не поддающийся регулированию*. Он характеризует такой вид детерминированного денежного потока, который не может быть изменен во времени или по объему менеджерами организации без отрицательных последствий для конечных результатов его хозяйственной деятельности. Примером такого вида денежного потока являются налоговые платежи организации, платежи по обслуживанию и возврату его долга (если кредиторами не осуществлена заранее его реструктуризация).

Такая классификация денежных потоков используется в организации в процессе их оптимизации во времени или по объемам.

**11. По законности осуществления** бывают следующие виды денежного потока организации:

- *легальный денежный поток*. Он характеризует поступления и выплаты денежных средств, которые полностью соответствуют действующим в стране правовым нормам;

- *“теневой” денежный поток*. Он характеризует поступления и выплаты денежных средств, осуществляемые с нарушениями действующих в стране правовых норм и связанные с уклонением от налогообложения.

Рост объема “теневого” денежного потока в хозяйственной деятельности организаций служит для государства своеобразным индикатором низкой эффективности принимаемых решений в области организации денежного обращения и налогового регулирования предпринимательской деятельности с позиций соблюдения паритета интересов как государства, так и отдельных хозяйствующих субъектов.

**12. По времени поступления и оттоков денежных средств** потоки могут быть:

- *текущий (настоящий) денежный поток.* Он характеризует денежный поток организации как единую сопоставимую его величину, приведенную по ценности к текущему моменту времени;

- *будущий денежный поток.* Он характеризует денежный поток организации как единую сопоставимую его величину, приведенную по ценности к конкретному предстоящему моменту времени. Понятие будущий денежный поток может использоваться и как номинальная его величина в предстоящем моменте времени (или в разрезе предстоящих интервалов будущего периода), которая применяется для дисконтирования в целях приведения к настоящей стоимости.

Эти виды денежного потока организации отражают содержание концепции изменения стоимости денег во времени применительно к хозяйственным операциям организации.

Рассмотренная классификация позволяет целенаправленно осуществлять учет, анализ и планирование денежных потоков различных видов в организации.

## **4.2. Методы измерения и анализ денежных потоков**

Для эффективного управления денежными потоками необходимо знать:

- их величину за определенное время (месяц, квартал, год);
- основные их элементы;
- виды деятельности, генерирующие поток денежных средств;

- распределение общего объема денежных потоков разных видов по отдельным интервалам рассматриваемого периода;
- ключевые факторы внутреннего и внешнего характера, влияющие на формирование денежных потоков.

В настоящее время существуют два основных подхода к определению величины чистого денежного потока от текущей деятельности (далее ЧДПТ): прямой и косвенный методы.

**Прямой метод** имеет более простую процедуру расчета, понятную отечественным экономистам — бухгалтерам и финансистам. Он непосредственно связан с регистрами бухгалтерского учета (главной книгой, журналами-ордерами и другими регистрами), и расчет денежных потоков прямым методом ведется по показателю выручки от реализации продукции (работ, услуг). Форма № 4 “Отчет о движении денежных средств” (далее ОДДС) финансовой отчетности компании (приложение 3) построена именно на основе прямого метода. Для более углубленного анализа движения денежных средств необходимы изменения, которые целесообразно ввести в форму № 4. Пример такой формы приведен в таблице 4.1.

Таблица 4.1 — Аналитический отчет о движении денежных средств (прямой метод)

№ п/п	Показатель	Источники и направления использования денежных средств организации	Приток денежных средств	Отток денежных средств
1	2	3	4	5
<b>ДЕНЕЖНЫЕ ПОТОКИ ПО ТЕКУЩЕЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ</b>				
1	А) Основные виды притока денежных средств (поступления выручки от продажи, авансы полученные, полученные проценты, дивиденды и т. д.) Б) Прочие поступления в ходе обычной текущей деятельности		+	

Продолжение таблицы 4.1

1	2	3	4	5
2	А) Основные виды оттока денежных средств (выплаты по счетам поставщиков и подрядчиков, авансы выданные, выплаты заработной платы, выплаченные проценты и т. д.); Б) Прочие выплаты в ходе обычной текущей деятельности			(+)
3	Налоговые платежи в бюджет			(+)
4	Валовой денежный поток (ВДП) по текущей деятельности	Расчетно	+	(+)
5	Чистый денежный поток (ЧДП) по текущей деятельности	Расчетно: $ВП_t - ВО_t$	$ЧПДС_t$ +	$ЧОДС_t$ (+)
6	Неденежные корректирующие статьи по текущей деятельности: а) переоценка валюты; б) прочее		+	(+)
7	Чистый денежный поток по текущей деятельности (ЧДПТ)	Расчетно: п. 5 + п. 6	+	(+)
<b>ДЕНЕЖНЫЕ ПОТОКИ ПО ИНВЕСТИЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ</b>				
8	Внутренние источники средств (деинвестиции), в том числе:	Расчетно		
9	А) Выручка от реализации активов долгосрочного характера использования; Б) Прочее		+	
10	Внутреннее финансирование организации	Расчетно: п. 7 + п. 8 + п. 32		

Продолжение таблицы 4.1

1	2	3	4	5
11	Внутреннее использование денежных средств, в том числе	Расчетно: п. 12А + + п. 12Б		
12	А) Приобретение активов долгосрочного характера использования Б) Прочее			(+)
13	Валовой денежный поток по инвестиционной деятельности	Расчетно	+	(+)
14	Чистый денежный поток по инвестиционной деятельности	Расчетно: $В\Pi_{и} - ВO_{и}$	$Ч\Pi ДC_{и}$ +	$ЧO ДC_{и}$ (+)
15	Неденежные корректирующие статьи по инвестиционной деятельности: а) переоценка валюты; б) прочее		+	(+)
16	Чистый денежный поток по инвестиционной деятельности	Расчетно: п. 14 + п. 15	+	(+)
17	Суммарный чистый денежный поток по текущей и инвестиционной деятельности	Расчетно: п. 7 + п. 16	+	(+)
<b>ДЕНЕЖНЫЕ ПОТОКИ ПО ФИНАНСОВОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ</b>				
18	Внешнее использование денежных средств, в том числе:	Расчетно: п. 19 + п. 20		
19	Уменьшение величины заемного капитала			(+)
20	Уменьшение величины собственного капитала			(+)
21	Дивиденды, выплаченные собственникам организации			(+)



## Окончание таблицы 4.1

1	2	3	4	5
22	Излишек/дефицит денежных средств	Расчетно: п. 10 + п. 11 + + п. 18		
23	Внешнее финансирование организации, в том числе	Расчетно		
24	Рост собственного капитала		+	
25	Рост заемного капитала		+	
26	Валовой денежный поток по финансовой деятельности	Расчетно	+	(+)
27	Чистый денежный поток по финансовой деятельности	Расчетно: $ВП_{\phi} - ВО_{\phi}$	$ЧПДС_{\phi}$ +	$ЧОДС_{\phi}$ (+)
28	Неденежные корректирующие статьи по финансовой деятельности: а) переоценка валюты; б) прочее		+	(+)
29	Чистый денежный поток по финансовой деятельности	Расчетно	+	(+)
<b>ДЕНЕЖНЫЕ ПОТОКИ В ЦЕЛОМ ПО ОРГАНИЗАЦИИ</b>				
30	Валовой денежный поток по всем видам деятельности		+	(+)
31	Чистый денежный поток по всем видам деятельности	Расчетно		
32	Денежные средства на начало периода	Баланс, стр. 260		
33	Денежные средства на конец периода	Баланс, стр. 260		

Обозначения:

+, (+) — числовое значение соответственно положительного и отрицательного денежного потока.

ЧПДС, ЧОДС — соответственно чистый приток и отток денежных средств.

ВП, ВО — соответственно валовой приток и отток средств.

Таблица может быть составлена ежемесячно или поквартально с использованием Главной книги, журналов-ордеров, данных аналитического учета. Данная форма построена на основе прямого расчета, что позволяет оперативно управлять денежными средствами.

В долгосрочной перспективе прямой метод расчета величины денежных потоков дает возможность оценить уровень ликвидности организации. В оперативном управлении этот метод можно использовать для контроля за процессом формирования выручки от реализации (продажи) продукции (товаров, работ и услуг) и выводов относительно достаточности денежных средств для платежей по финансовым обязательствам.

Недостатком данного метода является то, что он не учитывает взаимосвязи полученного финансового результата (прибыли) и изменения абсолютного размера денежных средств.

Несмотря на полезность структуризации денежных потоков по трем областям деятельности (текущей, инвестиционной и финансовой), не меньший интерес для управления денежными потоками представляет информация о внутренних и внешних источниках финансирования организации и направлениях использования ее финансовых средств.

*Внешние источники финансирования* — рост величины собственного капитала (в первую очередь уставного) и заемного (прежде всего общей суммы кредитов и займов). Снижение величины собственного и заемного капитала можно, соответственно, считать внешним использованием денежных средств.

К внутренним финансовым источникам относятся денежные средства на начало отчетного периода, выручка от продажи (т. е. дезинвестиции) внеоборотных активов и чистый денежный поток от текущей деятельности (ЧДПТ). Последний является основным источником самофинансирования организации и поэтому должен составлять существенную долю в структуре внутреннего финансирования любого хозяйствующего субъекта.

**Косвенный метод** предпочтительнее с аналитической точки зрения, так как позволяет определить взаимосвязь полученной прибыли с изменением денежных средств. Расчет денежных по-

токов косвенным методом ведется от показателя чистой прибыли с соответствующими его корректировками на статьи, не отражающие движения реальных денежных средств по счетам бухгалтерского учета. Следовательно, косвенный метод основан на анализе движения денежных средств по видам деятельности и показывает, где конкретно овеществлена прибыль организации и куда вложены “живые деньги”.

Косвенный метод базируется на изучении “отчета о прибылях и убытках” снизу вверх, поэтому его иногда называют “нижним”. Прямой метод называют “верхним”, так как отчет о прибылях и убытках анализируют сверху вниз.

Отчет о движении денежных средств, составленный косвенным методом, является связующим звеном между бухгалтерскими балансами на начало и конец отчетного периода, так как он раскрывает связь изменений по счетам учета денежных средств с изменениями по другим статьям баланса.

Преимущество косвенного метода при использовании в оперативном управлении денежными потоками состоит в том, что он позволяет установить соответствие между финансовыми результатами и собственными оборотными средствами. С его помощью можно выявить наиболее проблемные места в деятельности организации и разработать пути выхода из кризисной ситуации.

Недостатки метода: высокая трудоемкость при составлении аналитического отчета внешним пользователем; необходимость привлечения внутренних данных бухгалтерского учета (Главная книга); применение целесообразно только при использовании табличных процессоров.

Рассчитывая ЧДПТ косвенным методом, можно выделить две его составляющие: активное самофинансирование и скрытое финансирование.

Под активным самофинансированием понимается использование прежде всего собственных средств (прибыли), а под скрытыми финансовыми источниками — те, которые могут быть на определенном отрезке времени приравнены к собственным, например, доходы будущих периодов.

Изменение величины собственного оборотного капитала как основного скрытого финансового источника можно рассчитать

как суммарную величину изменения размера оборотных активов и кредиторской задолженности.

Рост величины оборотных активов (материальных оборотных активов и дебиторской задолженности) считают инвестиционными вложениями (инвестициями), а ее снижение — напротив, дезинвестициями (таблица 4.2).

Таблица 4.2 — Характеристика инвестиций и дезинвестиций

<b>Инвестиции</b>	<b>Дезинвестиции</b>
Увеличение размера материальных оборотных активов (запасов сырья, материалов, полуфабрикатов, готовых изделий и товаров)	Уменьшение размера материальных оборотных активов (запасов сырья, материалов, полуфабрикатов, готовых изделий и товаров)
Увеличение дебиторской задолженности, в том числе авансов выданных	Уменьшение дебиторской задолженности, в том числе авансов выданных

Увеличение кредиторской задолженности, в том числе авансов полученных, принято называть финансированием, а ее снижение соответственно дефинансированием (таблица 4.3).

Таблица 4.3 — Характеристика финансирования и дефинансирования

<b>Дефинансирование</b>	<b>Финансирование</b>
Уменьшение кредиторской задолженности по поставкам продукции, товаров и услугам	Увеличение кредиторской задолженности по поставкам продукции, товаров и услугам
Уменьшение авансов полученных	Увеличение авансов полученных

Порядок пересчета чистой прибыли (убытка) в чистый денежный поток по текущей деятельности косвенным методом представлен в таблице 4.4.

При расчете косвенным методом в результате корректировки чистого финансового результата получается величина чистого денежного потока, которая должна совпадать с изменением величины денежных средств в балансе компании.

Существующие методы определения денежного потока дополняют друг друга и дают реальное представление о движении денежных средств в организации за расчетный период.

Таблица 4.4 — Аналитический отчет о движении денежных средств (косвенный метод)

№ п/п	Показатель	Структура чистого денежного потока от текущей деятельности	Приток денежных средств	Отток денежных средств
1	2	3	4	5
<b>ДЕНЕЖНЫЕ ПОТОКИ ПО ТЕКУЩЕЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ</b>				
1	Активное самофинансирование, в том числе:	Расчетно: п. 2 + п. 3 + п. 4		
2	Чистая прибыль организации		+	
3	Начисленная амортизация по внеоборотным активам		+	
4	Прибыль/убыток от реализации внеоборотных активов		+	(+)
5	Скрытое финансирование	Расчетно		
6	Инвестиции и дезинвестиции, в том числе:		Дезинвестиции +	Инвестиции (+)
7	Изменение величины текущих активов		+	(+)
8	Финансирование и дефинансирование, в том числе:		Финансирование +	Дефинансирование (+)
9	Изменение величины кредиторской задолженности		+	(+)
10	Валовой денежный поток по текущей деятельности		+ Валовой приток (ВП)	(+) Валовой отток (ВО)
11	Корректировки: а) на инвестиции, НДС по долгосрочным капитальным вложениям б) прочее		+	(+)
			+	

Окончание таблицы 4.4

1	2	3	4	5
12	Чистый денежный поток по текущей деятельности	Расчетно: п. 10 + п. 11	+	(+)
13	Результат корректировки.		+	(+)
14	Изменение остатка денежных средств (стр. 260 ф. № 1)			

Следует подчеркнуть, что отчет о движении денежных средств является основным источником информации для анализа денежных потоков компании. Главная цель анализа денежных потоков состоит в определении причин дефицита (избытка) денежных средств, источников их поступления и направлений расходования для контроля за текущей платежеспособностью организации.

В процессе анализа денежных потоков целесообразно ответить на следующие вопросы:

1. В случае притока денежных средств: не произошел ли приток за счет увеличения краткосрочных обязательств, которые потребуют оттока в будущем; не было ли распродажи имущества (капитальных и оборотных активов); нет ли роста акционерного капитала за счет дополнительной эмиссии акций; сокращаются ли материально-производственные запасы; насколько интенсивно взыскивается дебиторская задолженность.

2. При оттоке денежных средств: нет ли замедления оборачиваемости всех активов; нет ли снижения оборачиваемости оборотных активов; не растут ли абсолютные значения запасов и дебиторской задолженности; не было ли резкого увеличения объема продажи товаров, что требует дополнительных денежных потоков; не было ли чрезмерных выплат акционерам сверх рекомендуемой нормы распределения чистой прибыли (30–40%); своевременно ли выплачиваются налоги и взносы в бюджетную систему; не было ли длительной задолженности персоналу по оплате труда.

В результате аналитической работы можно сделать предварительные выводы о причинах дефицита денежных средств. Такими причинами могут быть: низкая рентабельность продаж, активов и собственного капитала; отвлечение денежных средств в излишние производственные запасы и незавершенное производство; влияние инфляции на состояние запасов; большие капитальные затраты, не обеспеченные соответствующими источниками финансирования; влияние инфляции на капитальные вложения; высокие выплаты налогов и сборов и суммы дивидендов акционерам; чрезмерная доля заемного капитала в пассиве баланса (свыше 50%) и связанные с этим высокие выплаты процентов за пользование кредитами и займами; снижение коэффициента оборотных активов, т. е. вовлечение в оборот организации дополнительных денежных средств.

Как внешний, так и внутренний анализ ОДДС можно провести следующим образом.

- *1-й этап.* Подготовка ОДДС к экономическому чтению: знакомство с аудиторским заключением; выявление наличия всех необходимых отчетных форм (включая приложения); проверка взаимоувязки отчета о движении денежных средств с другими формами бухгалтерской (финансовой) отчетности; изучение иных доступных внешних источников информации (отраслевых данных, публикаций в прессе, информации аналитических служб и т. п.).

Цель первого этапа — оценить “качество” исходных данных, и прежде всего отчета о движении денежных средств, по следующим позициям: определение внешних и внутренних пользователей отчетности; анализ структуры отчета о движении денежных средств; определение состава и величины денежных активов, для которых в ОДДС рассчитываются денежные потоки; проверка полноты учета расходов и доходов, не связанных с денежными потоками; распределение по видам деятельности неоднозначно классифицируемых потоков (например, связанных с выплатой и получением процентов, дивидендов и налогов);

• 2-й этап. Экономическое чтение отчета о движении денежных средств во взаимосвязи с другими формами бухгалтерской отчетности для последующего анализа.

• 3-й этап. Анализ информации. Это:

— горизонтальный и вертикальный анализ отчета о движении денежных средств (с последующей интерпретацией рассчитанных финансовых показателей). Для формирования развернутой информации о состоянии и движении денежных потоков компании могут использоваться аналитические отчеты. Примеры аналитических отчетов о движении денежных средств прямым и косвенным методами представлены в таблицах 4.5 и 4.6, которые составлены на материалах финансовой отчетности ОАО “Глобэл Энерджи” за 20X8 г. (приложения 1–3);

— расчет финансовых показателей на базе величины чистого денежного потока от текущей деятельности. Расчет финансовых коэффициентов позволяет существенно углубить и скорректировать выводы относительно ликвидности и платежеспособности организации, ее будущего финансового потенциала, полученные предварительно на основе расчета финансовых показателей в ходе традиционного финансового анализа, рассмотренного в разд. 3.3. “Анализ финансовой информации”. В финансовом менеджменте наиболее важными признаются следующие группы финансовых коэффициентов на базе величины чистого денежного потока от текущей деятельности:

1. Показатели ликвидности. Характеризуют уровень платежеспособности организации.

2. Инвестиционные показатели. Характеризуют способность организации покрыть свои инвестиционные вложения без привлечения источников внешнего финансирования, т. е. степень внутреннего самофинансирования.

3. Показатели рентабельности. Отражают эффективность использования капитала организации.

4. Доля ЧДПТ в выручке от продажи товаров. Показывает, какая часть выручки от продажи товаров (продукции, работ, услуг) находится в распоряжении организации для самофинансирования, выплаты дивидендов и долгов.



Такие финансовые показатели являются базой как для анализа организации за определенный период, так и для сравнения их между собой;

— прогнозный анализ денежных потоков.

Цель третьего этапа — всесторонняя оценка ликвидности и финансового равновесия организации, выявление резервов повышения эффективности использования ее финансовых ресурсов. Это подготовительный этап для финансового прогнозирования как базы последующего стратегического анализа и управления организацией.

Проиллюстрируем анализ ОДДС на примере ОАО “Глобэл Энерджи” за 20X8 г., используя данные формы № 4. Результаты анализа представлены в таблице 4.5.

Таблица 4.5 — Аналитический отчет о движении денежных средств ОАО “Глобэл Энерджи” за 20X8 г. (прямой метод) (млн руб.)

№ п/п	Показатель	Источники и направления использова- ния денежных средств организации	Приток денежных средств	Отток денежных средств
1	2	3	4	5
<b>ДЕНЕЖНЫЕ ПОТОКИ ПО ТЕКУЩЕЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ</b>				
1	А) Основные виды притока денежных средств (поступления выручки от продажи, авансы полученные, полученные проценты, дивиденды и т. д.) Б) Прочие поступления в ходе обычной текущей деятельности		3 800 314  76 088	
2	А) Основные виды оттока денежных средств (выплаты по счетам поставщиков и подрядчиков, авансы выданные, выплаты зарплаты, выплаченные проценты и т. д.)			(1 574 026)

Продолжение таблицы 4.5

1	2	3	4	5
	Б) Прочие выплаты в ходе обычной текущей деятельности			(1 765 877)
3	Налоговые платежи в бюджет			(137 472)
4	Валовой денежный поток (ВДП) по обычной текущей деятельности		3 876 402	(3 477 375)
5	Чистый денежный поток (ЧДП) по обычной текущей деятельности		<b>399 027</b>	
<b>ДЕНЕЖНЫЕ ПОТОКИ ПО ИНВЕСТИЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ</b>				
6	Внутренние источники средств (дезинвестиции), в том числе	108 840		
7	А) Выручка от реализации активов долгосрочного характера использования Б) Прочее		26 974 81 866	
8	Внутреннее использование денежных средств, в том числе:	(825 284)		
9	А) Приобретение активов долгосрочного характера использования Б) Прочее			(759 327) (65 957)
10	Валовой денежный поток по обычной инвестиционной деятельности		108 840	(825 284)
11	Чистый денежный поток по инвестиционной деятельности			(716 444)
12	Суммарный чистый денежный поток по текущей и инвестиционной деятельности			(317 417)

## Окончание таблицы 4.5

1	2	3	4	5
<b>ДЕНЕЖНЫЕ ПОТОКИ ПО ФИНАНСОВОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ</b>				
13	Внешнее использование денежных средств, в том числе	(246 008)		
14	Уменьшение величины собственного капитала			(246 008)
15	Излишек/дефицит денежных средств	(504 963)		
16	Внешнее финансирование организации, в том числе:	566 638		
17	Рост заемного капитала		566 638	
18	Валовой денежный поток по обычной финансовой деятельности		566 638	(246 008)
19	Чистый денежный поток по финансовой деятельности		<b>320 631</b>	
<b>ДЕНЕЖНЫЕ ПОТОКИ В ЦЕЛОМ ПО ОРГАНИЗАЦИИ</b>				
20	Валовой денежный поток по всем видам деятельности		4 551 880	(4 548 666)
21	Чистый денежный поток по всем видам деятельности		<b>3214</b>	
22	Денежные средства на начало периода	61 234		
23	Величина влияния изменений курса иностранной валюты по отношению к рублю			(2773)
24	Денежные средства на начало периода	58 461		
25	Денежные средства на конец периода	<b>61 675</b>		

Расчет чистой прибыли (убытка) в чистый денежный поток по текущей деятельности (ЧДПТ) косвенным методом представлен в таблице 4.6.

Таблица 4.6 — Аналитический отчет о движении денежных средств  
ОАО «Глобал Энерджи» за 20X8 г. (косвенный метод) (млн руб.)

№ п/п	Показатель	Приток денежных средств	Отток денежных средств
1	2	3	4
1	Чистая прибыль организации	360 450	
2	Начисленная амортизация по внеоборотным активам	1448	
3	Дивиденды		(60 130)
4	Изменение суммы производственных запасов: а) увеличение б) снижение		(28 726)
5	Изменение величины НДС по приобретенным ценностям: а) увеличение б) снижение	16 190	
6	Изменение величины краткосрочных финансовых вложений: а) увеличение б) снижение		(52 697)
7	Изменение суммы дебиторской задолженности: а) увеличение б) снижение		(211 607)
8	Изменение суммы внеоборотных активов а) увеличение б) снижение		(391 123)
9	Изменение величины долгосрочных обязательств: а) увеличение б) уменьшение	255 635	
10	Изменение величины краткосрочных обязательств: а) увеличение б) уменьшение	112 449	
11	Изменение величины добавочного капитала: а) увеличение б) уменьшение		(1448)

## Окончание таблицы 4.6

1	2	3	4
12	Величина денежного потока	385 722	(745 731)
13	Результат корректировки		(360 009)
14	Изменение остатка денежных средств (стр. 260 ф. № 1)	441	
15	Величина влияния изменений курса иностранной валюты по отношению к рублю	2773	
16	Величина чистого денежного потока по всем видам деятельности	3214	

Данные таблиц 4.5 и 4.6 свидетельствуют о том, что увеличение за год денежных средств на 3 214 млн руб. произошло за счет положительного чистого денежного потока от текущей деятельности в размере 399 027 млн руб., отрицательного чистого денежного потока от инвестиционной деятельности — на сумму 716 444 млн руб. и положительного чистого денежного потока от финансовой деятельности — в размере 320 631 млн руб.

Наибольший интерес для финансового аналитика, изучающего денежные потоки, представляет информация о возможности организации за счет чистого денежного потока по текущим операциям (ЧДПТ) обеспечить будущие выплаты по основной деятельности (прежде всего для пополнения оборотных средств), инвестиции в долгосрочные активы, выплату дивидендов собственникам).

Именно поэтому чистый денежный поток от текущей деятельности является одним из важнейших внутренних источников финансирования организации и составляющей всех “денежных” показателей.

Положительный чистый поток денежных средств в результате *операционной (текущей) деятельности* (ЧДПТ), характеризуя степень самофинансирования организации, является предпосылкой гарантии стабильности ее существования в долгосрочной перспективе.

В результате операционной (текущей) деятельности может быть получен и отрицательный ЧДПТ, т. е. чистый отток денеж-

ных средств. Он покрывается за счет сокращения инвестиционных вложений и/или источников внешнего финансирования.

Отдельное рассмотрение денежных потоков в *инвестиционной области* деятельности дает представление об инвестиционной политике, в том числе и о размере тех инвестиций, с помощью которых будут достигнуты будущие поступления денежных средств и их выплаты. Кроме того, можно выявить приток денежных активов за счет сокращения инвестиций (дезинвестиций) путем высвобождения финансовых средств, омертвленных в отдельных видах имущества.

Изучение *финансовой области* позволяет не только проанализировать финансовую политику и возможности организации, но и ее состоятельность в выплате дивидендов. Финансовому менеджеру следует иметь в виду, что финансирование представляет собой сначала приток денежных средств, но в будущем (как в долгосрочной, так и в краткосрочной перспективе) — денежный отток.

Анализ ОАО “Глобал Энерджи” показал, что сформированный в отчетном году положительный ЧДПТ в размере 399 027 млн руб., уже учитывающий инвестиции текущего периода в оборотные активы, был полностью направлен на покрытие дефицитного чистого денежного потока от инвестиционной деятельности. Суммарный же чистый денежный поток по текущей и инвестиционной деятельности, представляющий собой резерв для свободы действий организации при принятии в перспективе не только финансовых решений, но и будущих инвестиций в оборотные и внеоборотные активы — составил отрицательную величину 317 417 млн руб. Образовавшийся дефицит денежных средств был покрыт за счет роста заемного капитала и в целом за счет чистого денежного потока от финансовой деятельности в размере 320 631 млн руб.

За отчетный год величина денежных средств и эквивалентов денежных средств изменилась на 3214 млн руб. Данные таблиц 4.5 и 4.6 показывают, что в разрезе источников финансирования это изменение было связано с ростом размера внутренних источников финансирования — на 507 867 млн руб. (399 027 + 108 840), внутреннего использования денежных средств в виде инвести-

ций во внеоборотные активы — на 759 327 млн руб., внешнего использования денежных средств — 246 008 млн руб. и внешних источников финансирования — 566 638 млн руб.

Позитивным является то, что денежные притоки по текущей деятельности в отчетном году (98%) обеспечиваются поступлением выручки от продажи товаров (продукции, работ, услуг). У организации стабильное внутреннее финансирование, что существенно повышает ее будущую финансовую устойчивость.

Дальнейшим этапом анализа ОДДС является расчет и анализ финансовых коэффициентов на базе величины чистого денежного потока от текущей деятельности, которые выделены в четыре группы.

Рассмотрим показатели (коэффициенты) каждой из этих групп.

**1. Показатели ликвидности.** Анализ финансовых коэффициентов ликвидности для повышения обоснованности оценки реальной платежеспособности компании полезно дополнить расчетом следующих показателей:

$$\begin{aligned} & 1.1. \text{ Коэффициент платежеспособности (1) =} \\ & = \frac{\text{ДС}_{\text{нп}} + \text{Приток ДС за период}}{\text{Отток ДС за период}}, \end{aligned}$$

где  $\text{ДС}_{\text{нп}}$  — величина денежных средств на начало периода.

$$\begin{aligned} & 1.2. \text{ Коэффициент платежеспособности (2) =} \\ & = \frac{\text{Приток ДС за период}}{\text{Отток ДС за период}}. \end{aligned}$$

Рассчитаем коэффициенты платежеспособности ОАО “Глобэл Энерджи”:

$$\begin{aligned} & \bullet \text{ коэффициент платежеспособности (1) =} \\ & = \frac{58\,461 + 4\,551\,880}{4\,548\,666} = 1,014; \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} & \bullet \text{ коэффициент платежеспособности (2) =} \\ & = \frac{4\,551\,880}{4\,548\,666} = 1,001. \end{aligned}$$

Коэффициенты платежеспособности дают нам возможность определить, сможет ли компания обеспечить за определенный период выплаты денежных средств за счет остатка их на счетах, в кассе и притоков за тот же период. Для обеспечения платежеспособности организации необходимо, чтобы этот коэффициент был не менее 1. Анализ показал, что он составляет 1,014 и 1,001. Значения коэффициентов платежеспособности свидетельствуют о достаточном количестве денежных средств у ОАО “Глобэл Энерджи”, чтобы обеспечить требуемые выплаты. Однако у организации нет возможности повысить платежи даже на 1%.

$$1.3. \text{Коэффициент Бивера} = \frac{\text{Чистая прибыль} + \text{Амортизация}}{\text{Долгосрочные и краткосрочные обязательства}}.$$

Для ОАО “Глобэл Энерджи”:

$$\text{Коэффициент Бивера} = \frac{360\,450 + 1448}{758\,408 + 138\,239} = 0,404.$$

Коэффициент Бивера считается достаточно представительным показателем платежеспособности. Он рассчитывается по потоку денежных средств (сумма чистой прибыли и амортизация в числителе показателя), но не учитывает, к сожалению, изменения дебиторской задолженности как фактора, влияющего на приток денежных ресурсов. Исследования Бивера показали, что для благополучных компаний такой показатель находится в пределах 0,4–0,45.

1.4. *Покрытие процентов* (под процентом понимается цена пользования заемными финансовыми средствами):

$$\text{Покрытие процентов} = \frac{\text{ЧДПТ перед выплатой процентов и налогов}}{\text{Сумма выплачиваемых процентов}}.$$

Данный показатель дополняет традиционно рассчитываемый показатель покрытия процентов (отношение прибыли до уплаты процентов и налогов к расходам по выплате процентов). Он позволяет понять, сколько можно осуществить выплат процентов за счет ЧДПТ и до какой степени мог бы снизиться ЧДПТ без ущерба исполнения обязательств перед контрагентом по вы-



плате процентов за использование его средств. Нередко прибыль по ф. № 2 финансовой отчетности превышает размер процентов по кредиту в несколько раз, но отрицательный ЧДПТ тем не менее не позволяет за счет собственных источников покрыть финансовые расходы по привлечению заемных средств.

Для ОАО “Глобэл Энерджи”:

$$\text{Покрытие процентов} = \frac{666\,138}{53\,551} = 12,44.$$

Как видим, ОАО “Глобэл Энерджи” в 20X8 г. имеет достаточно собственных средств для оплаты процентов.

1.5. Возможности покрытия долгосрочной кредиторской задолженности характеризует *потенциал самофинансирования*:

$$\begin{aligned} \text{Потенциал самофинансирования} &= \\ &= \frac{\text{ЧДПТ}}{\text{Долгосрочная кредиторская задолженность}}. \end{aligned}$$

Для ОАО “Глобэл Энерджи”:

$$\text{Потенциал самофинансирования} = \frac{39\,9027}{758\,408} = 0,53,$$

где 758 408 — величина долгосрочных обязательств в 20X8 г.

Следовательно, ОАО “Глобэл Энерджи” в 20X8 г могла погасить за счет внутреннего источника финансирования (ЧДПТ) 53 коп. из каждого рубля долгосрочной кредиторской задолженности.

1.6. *Динамичный показатель степени задолженности* (ДПЗ) равен:

$$\text{ДПЗ} = \frac{\text{Кредиты} + \text{Займы} + \text{Кредиторская задолженность}}{\text{ЧДПТ после выплаты дивидендов, процентов и налогов}}.$$

Этот коэффициент характеризует степень погашения задолженности по уплате основной суммы долга, поскольку стабильность работы компании в перспективе зависит от способности не только уплачивать проценты, но и возвращать основную сумму долга; определяет степень зависимости организации

от ее кредиторов; отражает число периодов (например, лет), по истечении которых за счет ЧДПТ, т. е. за счет собственных сил (причем без привлечения имеющихся денежных средств), будут полностью погашены долги. Под долгами может пониматься вся сумма займов, кредитов и кредиторской задолженности или только краткосрочные пассивы. При расчете этого коэффициента ЧДПТ очищается от чрезвычайных (редких) притоков (оттоков) денежных средств, иначе нельзя считать ЧДПТ равным по величине от периода к периоду. Чем меньше показатель степени задолженности, тем организация считается более ликвидной. Для кредитора этот коэффициент определяет риск кредитования.

Для ОАО “Глобэл Энерджи”:

$$\text{ДПЗ} = \frac{758\,407 + 140\,937 + 172\,390}{399\,027} = 2,69 \text{ г.}$$

Следует отметить, что в Германии, например, в “Руководстве по кредитованию” (1992 г.) было определено, что немецкие компании должны обеспечивать покрытие своих долгов максимально за 7 лет, чтобы обеспечить достаточный потенциал кредитоспособности. Однако некоторые немецкие фирмы устанавливают для данного показателя свои собственные, более жесткие нормативы. Например, в компаниях Bayer и BASF установлен норматив 3,5 года. ОАО “Глобэл Энерджи” в 20X8 г. является ликвидной, так как показатель ДПЗ составил 2,69 г.

1.7. Для того чтобы получить представление о том, в какой мере организация способна отвечать по своим обязательствам перед собственниками капитала по выплате дивидендов исходя из достигнутого финансово-хозяйственного результата по текущей деятельности, рассчитывают *коэффициент покрытия дивидендов* ( $K_{\text{пд}}$ ):

$$K_{\text{пд}} = \frac{\text{ЧДПТ перед выплатой дивидендов и после уплаты налогов и процентов}}{\text{Общая сумма дивидендов к выплате}}.$$

Для ОАО “Глобэл Энерджи”:

$$K_{\text{пд}} = \frac{459157}{60130} = 7,64 .$$

Таким образом, можно заключить, что ОАО “Глобэл Энерджи” в 20X8 г располагает средствами для выплаты дивидендов.

**2. Инвестиционные показатели** характеризуют способность организации покрыть свои инвестиционные вложения без привлечения источников внешнего финансирования, т. е. степень внутреннего самофинансирования. Динамика инвестиционных показателей представляет интерес для финансового менеджера, так как интенсивность капитальных вложений различается год от года.

2.1. Показатель, характеризующий степень участия ЧДПТ в покрытии дефицитного чистого денежного потока от инвестиционной деятельности (ЧДПИ), *коэффициент реинвестирования денежных средств*:

$$\text{Коэффициент реинвестирования денежных средств} = \frac{\text{ЧДПИ}}{\text{ЧДПТ}} .$$

Если ЧДПИ > 0, то это означает, что все инвестиционные вложения во внеоборотные активы компания осуществила за счет положительных инвестиционных потоков (выручки от продажи долгосрочных финансовых вложений, доходов от этих вложений, поступления денежных средств от погашения займов, предоставленных другим организациям).

В 20X8 г. у ОАО “Глобэл Энерджи” имеет место почти 100%-ное реинвестирование ЧДПТ. Многократное превышение дефицитного ЧДПИ над ЧДПТ говорит о том, что при полном использовании (реинвестировании) средств от текущей деятельности покрытие оттока денежных средств от инвестиционной деятельности осуществлялось в основном за счет внешнего финансирования.

2.2. Способность компании осуществлять инвестиции, не привлекая внешних источников финансирования, отражает *показатель степени покрытия инвестиционных вложений* (ПИВ):

$$\text{ПИВ} = \frac{\text{ЧДПТ}}{\text{Общая сумма инвестиций}} .$$

Степень покрытия инвестиционных вложений в 20X8 г. у ОАО “Глобэл Энерджи составила 0,48 (399 027 / 825 284). Таким образом, в 20X8 г. у ОАО “Глобэл Энерджи 48% осуществленных инвестиций во внеоборотные активы было профинансировано за счет ЧДПТ.

2.3. Когда для оценки возможностей финансирования инвестиционных вложений используется приток денежных средств от сокращения прежних инвестиций (например, от продажи оборудования), то можно рассчитать *степень покрытия чистых инвестиций* (инвестиций-нетто):

$$\text{ПИВ (нетто)} = \frac{\text{ЧДПТ}}{\text{Инвестиции-нетто}} .$$

Степень покрытия инвестиций-нетто:  $399\,027 / (759\,327 - 26\,974) = 0,54$ . Продав часть внеоборотных активов, компания покрыла чистым денежным потоком от текущей деятельности 54% произведенных в отчетном году капвложений.

2.4. Чтобы определить величину возврата инвестиционных вложений как источника финансирования новых инвестиционных проектов, надо противопоставить оттокам денежных средств в связи с новыми инвестициями притоки денежных средств от возврата прежних инвестиционных вложений, вычислив *степень финансирования инвестиций-нетто [ФИ (нетто)]* по формуле

$$\text{ФИ(нетто)} = \frac{\text{Оттоки денежных средств в связи с новыми инвестициями}}{\text{Притоки денежных средств в связи с возвратом прежних инвестиций}} .$$

Степень финансирования инвестиций-нетто в 20X8 г. у ОАО “Глобэл Энерджи”:  $759\,327 / 26\,974 = 28,2$ .

Инвестиционные показатели анализируемого периода ОАО “Глобэл Энерджи” свидетельствуют о дефицитности чистого денежного потока от инвестиционной деятельности. Таким образом, компании необходимо сконцентрировать внимание на повышении эффективности текущей деятельности, чтобы для обе-

спечения простого и расширенного воспроизводства капвложения покрывались за счет собственных средств.

**3. Показатели рентабельности капитала.** Традиционный анализ рентабельности целесообразно дополнить расчетом “денежных” показателей *рентабельности всего капитала* ( $R_{\text{ЧДПТ}}^A$ ) и *собственного капитала* ( $R_{\text{ЧДПТ}}^{\text{СС}}$ ). Для этого в числителе величина дохода в виде полученной прибыли корректируется на неденежные статьи. В знаменателе таких показателей нами использовались среднеарифметические величины отдельных видов активов и пассивов; в числителе — размер ЧДПТ.

3.1. *Рентабельность всего капитала:*

$$R_{\text{ЧДПТ}}^A = \frac{\text{ЧДПТ}}{\text{Стоимость всех активов (стр. 300 ф. №1)}} \times 100\%.$$

3.2. Особый интерес для финансового менеджера представляет *показатель рентабельности собственного капитала*, характеризующий, сколько процентов собственного капитала сформировала компания за анализируемый период за счет чистого притока денежных средств от текущей деятельности:

$$R_{\text{ЧДПТ}}^{\text{СС}} = \frac{\text{ЧДПТ}}{\text{Собственный капитал (стр. 490 ф. №1)}} \times 100\%$$

В 20X8 г. у ОАО “Глобэл Энерджи” эти показатели составили:

- рентабельность всего капитала:

$$R_{\text{ЧДПТ}}^A = 399\,027 / 0,5 \times (4\,553\,015 + 5\,221\,417) = 8,2\%;$$

- рентабельность собственного капитала:

$$R_{\text{ЧДПТ}}^{\text{СС}} = 399\,027 / 0,5 \times (3\,655\,203 + 3\,955\,521) = 10,5\%.$$

**4. Доля ЧДПТ в выручке от продажи товаров.** Какая часть выручки от продажи товаров (продукции, работ, услуг) находится в распоряжении организации для самофинансирования, выплаты дивидендов и долгов, можно определить по доле ЧДПТ в выручке от продажи:

$$\text{Доля ЧДПТ в выручке от продажи} = \frac{\text{ЧДПТ}}{\text{Выручка от продажи (стр. 010 ф. № 2)}} .$$

Доля ЧДПТ в выручке от продажи в 20X8 г. ОАО “Глобэл Энерджи” составила 0,225 (399 027/1 774 979), или 22,5% выручки от продажи товаров (продукции, работ, услуг) находится в распоряжении организации для самофинансирования и выплаты дивидендов.

Таким образом, рассмотренная система показателей позволяет расширить традиционный набор финансовых коэффициентов, сделав упор при этом на анализе денежных потоков организации. Однако при использовании финансовых коэффициентов следует учитывать:

- финансовые коэффициенты редко дают ответы, но они помогают задавать правильные вопросы;
- для финансовых коэффициентов не существует международных стандартов. Немного раздумий и здравого смысла стоят намного больше, чем слепое использование формул;
- необходимо быть весьма разборчивым при выборе финансовых коэффициентов. Дело в том, что различные показатели зачастую дают одну и ту же информацию;
- для оценки финансового положения компании необходима база сравнения. Обычно финансовые коэффициенты компании сравнивают с данными за предшествующие годы и с показателями деятельности других компаний той же отрасли.

### **4.3. Планирование денежных потоков**

Планирование денежных потоков охватывает три основных его вида:

- стратегическое планирование, в процессе которого прогноз движения денежных потоков оформляется в форме поступлений и расходов денежных средств по годам планируемого периода и по видам деятельности;
- тактическое планирование, в процессе которого разрабатывается план поступления и расходования денежных средств;

- оперативное планирование, в процессе которого разрабатывается платежный календарь.

*Прогноз движения денежных потоков* — финансовый документ, получающий в российской практике в последние годы все большее распространение. Он отражает движение денежных потоков по текущей, инвестиционной и финансовой деятельности. Разграничение направлений деятельности при разработке прогноза позволяет повысить результативность управления денежными потоками, помогает финансовому менеджеру в оценке использования денежных средств и в определении их источников. В дополнение к изучению отчетной информации прогнозные данные позволяют оценить будущие потоки, а следовательно, перспективы роста организации и ее будущие финансовые потребности.

Финансирование инвестиций включается в прогноз после тщательного технико-экономического обоснования и анализа производственных и финансовых инвестиций. При планировании долгосрочных инвестиций и источников их финансирования будущие денежные потоки рассматриваются с позиции временной ценности денег на основе методов дисконтирования для получения соизмеримых результатов.

С помощью прогноза движения денежных потоков можно оценить, сколько денежных средств необходимо вложить в хозяйственную деятельность организации, синхронность поступления и расходование денежных средств, а значит, проверить будущую ликвидность организации.

Примерная форма стратегического плана денежных потоков представлена в таблице 4.7.

После составления этого прогноза определяют стратегию финансирования организации, суть которой заключается в следующем:

- определении источников долгосрочного финансирования;
- формировании структуры и затрат капитала;
- выборе способов наращивания долгосрочного капитала.

Таблица 4.7 — Стратегический план поступления и расходов денежных средств

№ п/п	Показатель	Факт 2010 г.	Прогнозируемые значения				
			2011 г.	2012 г.	2013 г.	2014 г.	2015 г.
I. Операционная (текущая )деятельность							
1	Поступление денежных средств: — выручка от продажи; — авансы полученные; — прочие поступления в ходе обычной текущей деятельности						
2	Отток денежных средств: — выплаты по счетам поставщиков и подрядчиков; — авансы выданные; — выплаты заработной платы; — прочие выплаты в ходе обычной текущей деятельности						
3	Чистый денежный поток по текущей деятельности (ЧДПТ = = п. 1 – п. 2)						
II. Инвестиционная деятельность							
4	Поступление денежных средств: — выручка от продажи объектов основных средств и иных внеоборотных активов; — выручка от продажи ценных бумаг и иных финансовых вложений;						



Продолжение таблицы 4.7

№ п/п	Показатель	Факт 2010 г.	Прогнозируемые значения				
			2011 г.	2012 г.	2013 г.	2014 г.	2015 г.
	— прочие поступления						
5	Отток денежных средств: — приобретение объектов основных средств, доходных вложений в материальные ценности и нематериальные активы; — приобретение ценных бумаг и иных финансовых вложений; — прочие выплаты, перечисления и т. д.						
6	Чистый денежный поток по инвестиционной деятельности (ЧДПИ = п. 4 – п. 5)						
<b>III. Финансовая деятельность</b>							
7	Поступление денежных средств: — выручка от продажи объектов основных средств и иных внеоборотных активов; — выручка от продажи ценных бумаг и иных финансовых вложений; — прочие поступления						
8	Отток денежных средств: — приобретение объектов основных средств, доходных						

## Окончание таблицы 4.7

№ п/п	Показатель	Факт 2010 г.	Прогнозируемые значения				
			2011 г.	2012 г.	2013 г.	2014 г.	2015 г.
	вложений в матери- альные ценности и нематериальные ак- тивы; — приобретение цен- ных бумаг и иных фи- нансовых вложений; — прочие выплаты, перечисления и т. д.						
9	Чистый денежный поток по финансовой деятельности (ЧДПФ = п. 4 – п. 5)						
10	Чистый денежный поток компании ЧДПК = ЧДПТ + ЧДПИ + ЧДПФ						
11	Изменение балансо- вых статей: — изменение запасов (+, -); — изменение деби- торской задолженно- сти (+, -); — изменение креди- торской задолжен- ности						
12	Свободный денежный поток компании СДПК = п. 10 – п. 11						
13	Дисконтированный денежный поток						
14	Стоимость и структу- ра капитала						

Тактическое финансовое планирование — это планирова-  
ние осуществления; оно рассматривается как составная часть  
стратегического плана и представляет собой конкретизацию его

показателей. Главная задача этого плана — проверить реальность источников поступления средств (притоков) и обоснованность расходов (оттоков), синхронность их возникновения, определить возможную потребность в заемных средствах. Это документ, позволяющий реально оценить, сколько денежных средств и в каком периоде потребуется организации.

Среднесрочный план разрабатывается на год с разбивкой по кварталам и подразделениям. Тактический план по форме соответствует стратегическому плану и служит его развитием и детализацией.

Прогноз и среднесрочный план движения денежных средств можно составить не только прямым методом, но и косвенным.

Прямой метод основывается на исчислении притока (выручки от реализации продукции и прочих поступлений; доходов от инвестиционной и финансовой деятельности) и оттока денежных средств (оплаты счетов поставщиков, возврата полученных заемных средств и др.). Исходным элементом прямого метода является *выручка*.

Косвенный метод основывается на последовательной корректировке чистой прибыли в связи с изменениями в активах компании, исходным элементом этого метода является *прибыль*.

Источником информации для разработки прогноза и плана движения денежных средств косвенным методом служат прогноз и план баланса и доходов и расходов. Расчет чистого денежного потока этим методом осуществляется в разрезе отдельных видов хозяйственной деятельности и компании в целом.

Различия полученных результатов расчета денежных потоков прямым и косвенным методом относятся только к текущей деятельности.

Достоинство прямого метода заключается в том, что это непосредственный расчет и охват всего денежного потока. Однако вычисления при помощи косвенного метода полнее показывают соотношение денежных средств и хозяйственной деятельности компании в целом; раскрывают взаимосвязь между прогнозом (планом) доходов и расходов и прогнозом (планом) движения денежных средств.

Следует отметить, что если в результате разработки среднесрочного плана наблюдается *дефицит денежных средств*, следует принимать следующие меры: изыскать дополнительные источники финансирования (дополнительную эмиссию акций и облигаций, привлечение долгосрочных кредитов, целевое финансирование); снизить расходы организации в целом и структурных подразделений, в частности; осуществить продажу финансовых инструментов инвестирования и отказаться от финансовых инвестиций; ускорить продажу неиспользуемых основных средств (альтернативный вариант сдать их в аренду); сократить объем реальных инвестиций.

Если в результате разработки плана наблюдается *избыточный денежный поток*, целесообразно следующее: ускорить начало реализации реальных инвестиционных проектов; активнее формировать портфель финансовых инвестиций; досрочно погасить долгосрочные банковские кредиты; расширить операционную деятельность организации.

Особая важность синхронизации денежных потоков предполагает разработку не только годового плана, но и краткосрочного плана на короткие периоды времени (месяц, декаду), который носит название *платежный календарь*.

*Платежный календарь* — это план (бюджет) организации производственно-финансовой деятельности, в котором календарно взаимосвязаны все источники денежных поступлений и расходы за определенный период времени. Он полностью охватывает денежный оборот компании; дает возможность увязать поступления денежных средств и платежи в наличной и безналичной форме; позволяет обеспечить постоянную платежеспособность и ликвидность.

Платежный календарь составляется финансовой службой; плановые показатели бюджета движения денежных средств концентрируются и разбиваются по месяцам и более мелким периодам (на 15 дней, декаду, пятидневку). Сроки определяются исходя из периодичности основных платежей организации. Чтобы платежный календарь был реальным, его составителям необходимо следить за ходом производства и реализации, состоянием запасов, дебиторской задолженности.

В процессе составления платежного календаря решаются следующие задачи: организация учета временной стыковки денежных поступлений и предстоящих расходов организации; формирование информационной базы о движении денежных притоков и оттоков; ежедневный учет изменений в информационной базе; анализ неплатежей (по суммам и источникам возникновения) и организация конкретных мероприятий по устранению их причин; расчет потребности в краткосрочном финансировании (кредите) в случаях временной нестыковки денежных поступлений и обязательств и оперативное приобретение заемных средств; расчет (по суммам и срокам) временно свободных денежных средств организации; анализ финансового рынка с позиции наиболее надежного и выгодного размещения временно свободных денежных средств.

Календарь платежей составляется на основе реальной информационной базы о денежных потоках компании. Составляющими элементами информационной базы денежных потоков являются документальный источник информации, сумма и сроки платежей и поступления средств. Документальными источниками информации для составления платежного календаря организации являются: договоры с контрагентами, банками, другими организациями; акты сверки расчетов с контрагентами; акты сдачи-приема продукции (работ, услуг); счета на оплату продукции (работ, услуг); счета-фактуры (выданные и полученные); банковские документы о поступлении средств на счета; таможенные декларации; платежные поручения; документы о согласовании цен; графики отгрузки продукции; графики выплаты заработной платы; состояние расчетов с дебиторами и кредиторами; законодательно установленные сроки платежей по финансовым обязательствам (перед бюджетом, внебюджетными фондами, контрагентами); внутренние приказы.

Каждый вид платежей и поступлений средств имеет конкретный информационный признак (срок и сумму) и документальные источники, в которых отражены эти признаки. В любом случае необходимо довольно часто (желательно ежедневно или даже еще чаще) получать информацию: об остатках денежных

средств на каждом банковском счету, об израсходованных средствах, о средних остатках за день, о состоянии рыночных ценных бумаг организации, а также подробный отчет об изменениях в этом положении. Также необходимо иметь информацию о планируемых поступлениях и выплатах на предстоящий период. Вся эта информация существенна, если организация хочет эффективно управлять денежными потоками.

Рассмотрим **методику составления платежного календаря**. Первым разделом календаря является его *доходная часть*, отражающая остаток средств (на расчетных, валютных счетах, в кассе), выручку от реализации товаров, получение кредитов, погашение дебиторской задолженности и прочие поступления. Во втором разделе *расходной части* детализируются все предстоящие расходы и перечисления средств, в том числе предоставление кредита и погашение кредиторской задолженности. Соотношение между обеими частями календаря должно быть таким, чтобы обеспечивалось их равенство, либо, что еще лучше, превышение доходов над расходами.

Составление платежного календаря проходит в пять этапов:

1. *Выбор периода планирования*. Как правило, это месяц. В организациях, где денежные потоки часто изменяются во времени, возможны и более короткие периоды планирования (декада, пятидневка).
2. *Планирование объема продажи продукции* (работ, услуг).
3. *Расчет объема возможных денежных поступлений* (доходов).

Основной источник поступления денежных средств — реализация продукции. Произведенная продукция может быть продана за наличный расчет (поступления денежных средств в кассу, расчетные и валютные счета) либо в кредит.

4. *Оценка ожидаемых в плановом периоде денежных расходов*. К направлениям использования денежных средств относятся: заработная плата работников, коммерческие и управленческие расходы, капитальные вложения, выплаты налогов, дивидендов, погашение банковских ссуд и другие постоянные и переменные расходы.

5. *Подведение итогов.* Оно показывает, будет ли у компании недостаток средств или излишек.

Приведенная форма платежного календаря в таблице 4.8 отражает его содержание, т. е. перечень некоторых возможных платежей.

Таблица 4.8 — Примерная форма платежного календаря

Показатель	Январь			
	План, млн руб.	Факт, млн руб.	Отклонения	
			млн руб.	%
<b>1. Наличие денежных средств на начало периода (на сч. 50, 51, 52 и др.)</b>				
<b>2. Поступление средств (доходы):</b>				
2.1. Выручка от продажи продукции				
2.2. Поступление дебиторской задолженности				
2.3. Авансы (предоплата)				
2.4. Поступления за счет реализации имущества				
2.4.1. Реализация основных средств				
2.4.2. Реализация запасов				
2.5. Прочие доходы				
2.6. Всего поступление средств				
<b>3. Расходование средств:</b>				
3.1. Оплата счетов поставщиков				
3.2. Погашение кредиторской задолженности				
3.3. Оплата труда персонала				
3.4. Коммерческие расходы				
3.5. Управленческие расходы				
3.6. Авансы (предоплата)				
3.7. Инвестиции (реальные, портфельные)				
3.9. Выплаты процентов и дивидендов				
3.10. Прочие денежные расходы				
3.11. Всего расходование средств				
<b>4. Наличие денежных средств на конец периода (п. 1 + п. 2.6 – п. 3.11)</b>				
<b>5. Минимально допустимое сальдо на конец периода</b>				

Реальный календарь должен предусматривать конкретную дату каждого платежа. Сроки налоговых платежей целесообразно предусматривать с опережением на несколько дней, чтобы иметь некоторый резерв времени на случай несвоевременного поступления средств на расчетный счет, задержки получения заемных средств и т. п.

Превышение планируемых расходов (вместе с переходящим остатком средств на счетах и в кассе) над ожидаемыми поступлениями означает недостаточность собственных возможностей для их покрытия и может оказаться признаком ухудшения финансового состояния.

В этих случаях необходимо принять следующие меры: перенести часть непервоочередных расходов на следующий плановый период; по возможности ускорить отгрузку и реализацию продукции; обеспечить полную (частичную) предоплату за произведенную продукцию, пользующуюся высоким спросом на рынке; сократить сроки предоставления товарного (коммерческого) кредита; ускорить инкассацию просроченной дебиторской задолженности; использовать методы рефинансирования дебиторской задолженности — учет векселей, факторинг и пр.; использовать политику предоставления скидок при продаже товара с учетом срока оплаты; ускорить инкассацию платежных документов покупателей продукции (времени нахождения в пути, в процессе зачисления денег на расчетные счета и пр.); попытаться изыскать дополнительные источники финансирования.

В последнем случае рассчитывается совокупная потребность в краткосрочном финансировании, т. е. по каждому периоду определяется размер краткосрочной банковской ссуды, необходимой для обеспечения планируемого денежного потока.

Вопросы, связанные с планированием, выдачей и погашением кредитов, установлением процентных ставок, организации решают в обслуживающих их учреждениях банков на основе кредитных договоров. Такие договоры, заключаемые между организацией-заемщиком и коммерческим банком, определяют их взаимные обязательства и экономическую ответственность за невыполнение оговоренных условий. Форма кредитного до-



говора определяется коммерческими банками по соглашению с кредитуемыми организациями. Вместе с тем в каждом кредитном договоре отражаются: объекты кредитования; плановый размер ссуды; условия выдачи и погашения ссуд; процентные ставки за кредит; обязательства организации-заемщика по залогу кредитуемых ценностей; перечень расчетов и сведений, необходимых для кредитования, сроки их предоставления организацией-заемщиком в банк; другие условия по соглашению организации и коммерческого банка.

Основанием для принятия решения о выборе источника краткосрочного финансирования должна быть альтернативная стоимость привлекаемых средств.

В целях ликвидации дефицита бюджета (когда фактическая доходная часть календаря меньше расходной части) также может быть принято решение по пересмотру (корректировке) бюджета. Пересмотр расходной части бюджета рассматривается коллегиально: с участием руководства организации и руководителей структурных подразделений.

Если имеется “излишек” денежных средств, это в определенной степени говорит о финансовой устойчивости и платежеспособности организации. Однако избыточный денежный поток имеет и отрицательную сторону, которая проявляется в обесценивании временно неиспользуемых денежных средств от инфляции, в потере упущенной выгоды (потенциального дохода) от прибыльного размещения свободных денежных активов в сфере краткосрочного их инвестирования. В конечном итоге это отрицательно сказывается на уровне рентабельности активов и собственного капитала компании. Поэтому финансовому менеджеру необходимо использовать возможность для получения дополнительного дохода путем инвестирования “излишних” денежных средств, скажем, в высоколиквидные краткосрочные ценные бумаги.

Следует иметь в виду, что в процессе управления денежным потоком имеются две крайности. С одной стороны, всегда существуют преимущества, связанные с созданием большого запаса денежных средств: они позволяют сократить риск исто-

щения наличности и дают возможность удовлетворить требование оплаты обязательств ранее установленного законом срока. С другой стороны, денежные средства организации при их хранении теряют свою стоимость во времени, что определяет необходимость минимизации их среднего остатка. Эти противоречивые моменты должны быть учтены при разработке политики управления денежными потоками, которая в связи с этим приобретает оптимизационный характер.

Оптимальный объем денежных средств зависит от потребностей в них, возможности планирования этой потребности, процентных ставок по ликвидным ценным бумагам (т. е. активам, близким к абсолютно ликвидным) и стоимости перевода денежных средств в ценные бумаги и обратно. Чтобы обеспечить решение проблем управления денежными средствами, разработано немало моделей, из которых наибольшее распространение на западе получили оптимизационные модели Уильяма Баумоля, Миллера-Орра и др. Данные модели практически не используются в практике российских компаний, но при небольшой подготовительной работе они могут оказаться весьма эффективными.

Модель Уильяма Баумоля основана на оптимизации сочетания доходов при вложении в краткосрочные ценные бумаги и затрат по конвертации денежных средств в ценные бумаги. Предполагается, что компания, начиная работу, имеет максимальный необходимый уровень денежных средств, которые она расходует в течение определенного периода. Денежные средства, поступающие от реализации продукции (товаров, услуг), вкладывают в ценные бумаги. При истощении денежных средств ценные бумаги продаются и за счет этого происходит вновь пополнение денежных средств. Поэтому динамика денежных средств на расчетном счете представляет собой “пилообразный” график (рисунок 4.1).

Эта модель определена аналогично модели оптимального объема заказа (вывод формулы смотри в гл. 8 “Управление оборотным капиталом”). Оптимальное количество денежных средств ( $OK_{дс}$ ) вычисляется следующим образом:

$$OK_{\text{дс}} = \sqrt{\frac{2 \times V_{\text{дс}} \times S_{\text{дс}}}{K_{\text{срк}}}},$$

где  $V_{\text{дс}}$  — прогнозируемая потребность в денежных средствах в периоде (год, квартал, месяц);

$S_{\text{дс}}$  — расходы по конвертации денежных средств в ценные бумаги, руб.;

$K_{\text{срк}}$  — относительная величина альтернативных затрат (неполученного дохода), принимается в размере ставки дохода по ликвидным ценным бумагам или процента от предоставленного имеющихся средств в кредит.

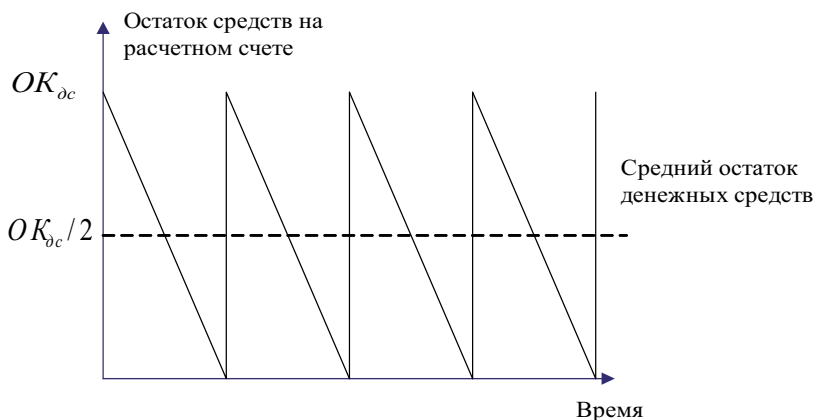


Рисунок 4.1 — График изменения остатка денежных средств на расчетном счете (модель У. Баумоля)

Средний остаток денежных средств на расчетном счете составляет  $OK_{\text{дс}} / 2$ , а количество сделок по конвертации ценных бумаг ( $k_{\text{дс}}$ ) определяется:

$$k_{\text{дс}} = \frac{V_{\text{дс}}}{OK_{\text{дс}}}.$$

**Пример 4.1.** Предположим, что оборот компании в течение года составляет 1200 млн руб., единовременные затраты, связанные с конвертацией в ценные бумаги, — 50 тыс. руб. за каждую

сделку. Ставка доходности по ликвидным ценным бумагам равна 9% . Используя модель Баумоля, следует рассчитать:

— оптимальную величину денежных средств компании, которая может быть получена в результате продажи ликвидных ценных бумаг;

— средний размер денежных средств на расчетном счете;

— общее количество сделок по трансформации ценных бумаг в денежные средства;

— общую сумму затрат на такие операции.

Решение. Оптимальное количество денежных средств при инвестировании на расчетном счете должно быть 36,5 млн руб.

$$OK_{\text{дс}} = \sqrt{\frac{2 \times 1200 \times 0,05}{0,09}} = 36,5 \text{ млн руб.}$$

Средний остаток денежных средств на расчетном счете составит 18,25 млн руб. ( $36,5 / 2$ ).

Количество операций по сделкам с ценными бумагами:

$$k_{\text{дс}} = \frac{1200}{36,5} = 33 \text{ сделки.}$$

Общая сумма затрат на такие операции составит 1,65 млн руб. ( $0,05 \times 33$ ).

Таким образом, политика компании по управлению денежными средствами и их эквивалентами такова: как только средства на расчетном счете истощаются, компания должна продать часть ценных бумаг на сумму 36,5 млн руб. Такая операция выполняется 33 раза в году.

Модель Баумоля предполагает регулярность как поступлений, так и расходований денежных средств. В действительности такое случается редко. Ситуацию, когда поступление и расходование денежных средств на расчетном счете осуществляется хаотично как по величине сумм, так и по их направленности (приток, отток) лучше отражает модель, разработанная Миллером и Орром (рисунок 4.2).

На основании модели определяется верхний (В), нижний (Н) пределы колебаний остатка денежных средств на расчет-

ном счете, а также целевой остаток денежных средств ( $Z$ ). Когда остаток денежных средств достигает величины  $B$ , как в точке  $A$ , то на величину  $(B - Z)$  рублей компания может покупать ценные бумаги. Аналогичным образом, когда остаток денежных средств достигает нижнего предела, как в точке  $C$ , то на  $(Z - C)$  рублей компания продает ценные бумаги. Нижний предел  $H$  устанавливается экспертным путем, исходя из средней потребности компании в оплате счетов, возможных требований банка, кредиторов и др.

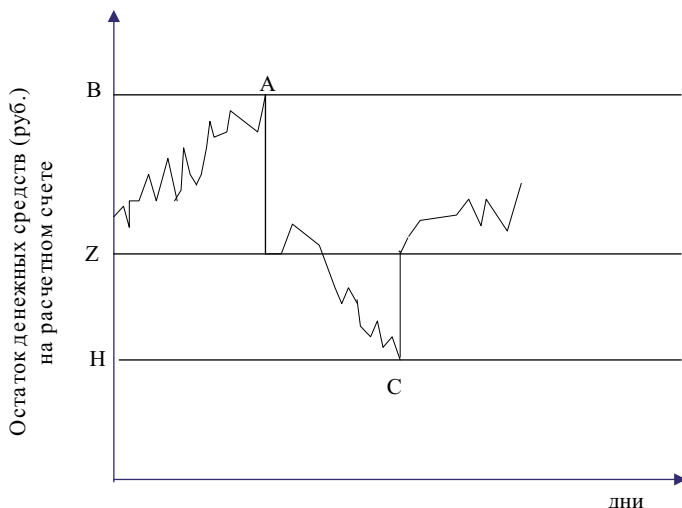


Рисунок 4.2 — График изменения остатка денежных средств на расчетном счете (модель Миллера-Орра)

Целевой остаток денежных средств ( $Z$ ) на расчетном счете определяется по формуле

$$Z = 3 \sqrt{\frac{3 \times S_{\text{дс}} \times \sigma^2}{4 \times K_{\text{СТК}}}} + H,$$

где  $S_{\text{дс}}$  — расходы по конвертации денежных средств в ценные бумаги, руб.;

$K_{\text{СтК}}$  — относительная величина альтернативных затрат (неполученного дохода), принимается в размере ставки дохода по ликвидным ценным бумагам или процента от предоставления имеющихся средств в кредит, %;

$\sigma^2$  — дисперсия сальдо дневного денежного потока;

$H$  — нижний предел остатка денежных средств, руб.

Верхний предел остатка денежных средств ( $B$ ) определяется:

$$B = 3Z - 2H.$$

Средний остаток денежных средств ( $O_{\text{ср}}$ ) находится по формуле

$$O_{\text{ср}} = \frac{4Z - H}{3}.$$

**Пример 4.2.** По мнению руководства компании, нижний предел остатка денежных средств на расчетном счете можно установить равным нулю ( $H=0$ ), поскольку организация в состоянии осуществить продажу ценных бумаг или получить ссуду в короткое время. Расходы на конвертацию ( $S_{\text{де}}$ ) равны 19 тыс. руб.,  $K_{\text{СтК}}$  равно 15% годовых. Среднее квадратическое отклонение  $\sigma$  сальдо дневного денежного потока равно 1144 тыс. руб. С помощью Модели Миллера-Орра следует определить политику управления средствами на расчетном счете.

Решение:

1. Вычисление показателя относительной величины альтернативных затрат  $K_{\text{СтК}}$  в расчете на день:

$$(1 + K_{\text{СтК}})^{360} - 1,0 = 0,15; (1 + K_{\text{СтК}})^{360} = 1,15;$$

$$(1 + K_{\text{СтК}}) = 1,00039,$$

отсюда  $K_{\text{СтК}} = 0,00039$ , или 0,039% в день.

2. Дисперсия сальдо денежного потока (колебания ежедневного поступления денежных средств на расчетный счет) составляет:  $\sigma^2 = 1144^2 = 1\,308\,736$ .

3. Целевой остаток на расчетном счете равен:

$$Z = 3 \sqrt{\frac{3 \times 19 \times 1\,308\,736}{4 \times 0,00039}} + 0 = 3711 \text{ тыс.руб.}$$

4. Верхний предел остатка денежных средств равен:

$$B = 3Z - 2H = 3 \times 3711 - 2 \times 0 = 11\,133 \text{ тыс. руб.}$$

5. Средний остаток денежных средств равен:

$$O_{\text{ср}} = \frac{4Z - H}{3} = \frac{4 \times 3711 - 0}{3} = 4948 \text{ тыс. руб.}$$

Таким образом, когда остаток денежных средств достигает 11 133 тыс. руб., то на величину 7422 тыс. руб. (11 133 – 3711) компания может покупать ценные бумаги. При выходе за пределы необходимо восстановить средства на расчетном счете до среднего остатка в размере 4948 тыс. руб.

В западной практике используются и более современные, но более сложные модели. К ним относятся имитационные модели. Следует отметить, что создание эффективной системы управления денежными потоками в компании связано с дополнительными затратами, поэтому все действия по ее созданию должны быть оценены с точки зрения дополнительных затрат и выгод и требуют более эффективного использования информационных технологий.

## Резюме

В данной главе речь шла об управлении денежными потоками (Cash-Flow) организации, как важной составной части общей системы управления ее финансовой деятельности. Вот основные положения данной главы.

1. Денежный поток — это приток и отток денежных средств и их эквивалентов, получаемых организацией от всех видов деятельности и расходуемые на обеспечение дальнейшей деятельности.

2. Приток денежных средств осуществляется за счет: выручки от продажи товаров (продукции, работ, услуг), иного имущества; полученных авансов, кредитов и займов; средств целевого финансирования; дивидендов и процентов по финансовым вложениям; безвозмездного получения средств и др.

3. Отток денежных средств возникает вследствие: покрытия текущих (операционных) и инвестиционных затрат; платежей в бюджет и взносов в государственные внебюджетные фонды; выплат дивидендов и процентов владельцам эмиссионных ценных бумаг; финансовых вложений; выплат подотчетных сумм и авансов и пр.

4. Управление денежными потоками представляет собой систему принципов и методов разработки и реализации управленческих решений, связанных с формированием, распределением и использованием денежных средств организации и осуществлением оборота.

5. Основная цель управления денежными потоками — обеспечение финансового равновесия организации в процессе ее развития путем балансирования объемами поступления и расходования денежных средств за счет их синхронизации во времени.

6. В процессе реализации своей главной цели управление денежными потоками организации направлено на решение следующих задач:

- формирование оптимального объема денежных ресурсов организации в соответствии с потребностями ее хозяйственной деятельности;
- оптимизация распределения сформированного объема денежных ресурсов организации по видам хозяйственной деятельности и направлениям использования;
- обеспечение высокого уровня финансовой устойчивости организации;
- максимизация чистого денежного потока, обеспечивающего заданные темпы экономического развития организации на условиях самофинансирования;
- обеспечение минимизации потерь ценности денежных средств в процессе их хозяйственного использования в организации.

7. Система управления денежными потоками реализует свою главную цель и основные задачи путем осуществления определенных функций. Основными из них являются:



а) создание эффективной системы бухгалтерского учета денежных потоков;

б) осуществление анализа формирования денежных потоков;

в) осуществление планирования денежных потоков;

г) оптимизация денежных потоков;

д) разработка действенной системы мотивации реализации управленческих решений по формированию денежных потоков;

е) осуществление эффективного контроля за реализацией принятых управленческих решений по формированию денежных потоков.

8. В целях обеспечения эффективного целенаправленного управления денежными потоками их можно классифицировать:

- по масштабам обслуживания хозяйственного процесса: денежный поток по организации в целом; денежный поток по отдельным структурным подразделениям (центрам ответственности) организации; денежный поток по отдельным хозяйственным операциям;

- по видам хозяйственной деятельности: денежный поток по текущей деятельности; денежный поток по инвестиционной деятельности; денежный поток по финансовой деятельности;

- по направленности движения денежных средств: положительный денежный поток; отрицательный денежный поток;

- по методу исчисления объема выделяют: валовой денежный поток; чистый денежный поток;

- по отношению к организации денежный поток подразделяется: внутренний денежный поток; внешний денежный поток;

- по уровню достаточности объема выделяют: избыточный денежный поток; дефицитный денежный поток;

- по формам использования денежных средств различают: наличный денежный поток; безналичный денежный поток;

- по виду используемой валюты выделяют: денежный поток в национальной валюте; денежный поток в иностранной валюте;

- по предсказуемости возникновения выделяют: полностью предсказуемый (детерминированный) денежный поток; недоста-

точно предсказуемый (вероятный) денежный поток; непредсказуемый денежный поток;

- по возможности регулирования в процессе управления выделяют: денежный поток, поддающийся регулированию; денежный поток, не поддающийся регулированию;

- по законности осуществления разделяют: легальный денежный поток; “теневой” денежный поток;

- по времени поступления выделяют: текущий (настоящий) денежный поток; будущий денежный поток.

9. Для эффективного управления денежными потоками в настоящее время существуют два основных подхода к определению величины чистого денежного потока от текущей деятельности (далее ЧДПТ): прямой метод и косвенный метод.

Прямой метод непосредственно связан с регистрами бухгалтерского учета и расчет денежных потоков прямым методом ведется по показателю выручки от реализации продукции (работ, услуг).

Чистые денежные потоки от инвестиционной и финансовой деятельности рассчитываются только прямым методом.

Косвенный метод позволяет определить взаимосвязь полученной прибыли с изменением денежных средств. Расчет денежных потоков косвенным методом ведется от показателя чистой прибыли.

10. Отчет о движении денежных средств является основным источником информации для анализа денежных потоков компании. Основная цель анализа денежных потоков состоит в определении причин дефицита (избытка) денежных средств, источников их поступления и направлений расходования для контроля за текущей платежеспособностью организации.

11. Расчет финансовых показателей на базе величины чистого денежного потока от текущей деятельности позволяет существенно углубить и скорректировать выводы относительно ликвидности и платежеспособности организации, ее будущего финансового потенциала, полученные предварительно на основе расчета финансовых показателей в ходе традиционного финансового анализа.

В финансовом менеджменте наиболее важными признаются следующие группы финансовых коэффициентов на базе величины чистого денежного потока от текущей деятельности: показатели ликвидности; инвестиционные показатели; показатели рентабельности.

12. Планирование денежных потоков охватывает три основных его вида:

- стратегическое планирование, в процессе которого прогноз движения денежных потоков оформляется в форме поступлений и расходов денежных средств по годам планируемого периода и по видам деятельности;
- тактическое планирование, в процессе которого разрабатывается план поступления и расходования денежных средств;
- оперативное планирование, в процессе которого разрабатывается платежный календарь.

13. Прогноз движения денежных потоков — финансовый документ, получающий в российской практике в последние годы все большее распространение. Он отражает движение денежных потоков по текущей, инвестиционной и финансовой деятельности.

14. Тактическое финансовое планирование — это планирование осуществления; оно рассматривается как составная часть стратегического плана и представляет собой конкретизацию его показателей.

Среднесрочный план разрабатывается на год с разбивкой по кварталам и подразделениям. Тактический план по форме соответствует стратегическому плану и служит его развитием и детализацией.

Прогноз и среднесрочный план движения денежных средств можно составить не только прямым методом, но и косвенным.

15. Платежный календарь — это план (бюджет) организации производственно-финансовой деятельности, в котором календарно взаимосвязаны все источники денежных поступлений и расходы за определенный период времени. Он полностью охватывает денежный оборот компании; дает возможность увязать поступления денежных средств и платежи в наличной и безна-

личной форме; позволяет обеспечить постоянную платежеспособность и ликвидность.

16. Оптимальный объем денежных средств зависит от потребностей в них, возможности планирования этой потребности и стоимости перевода денежных средств в ценные бумаги и обратно. Чтобы обеспечить решение проблем управления денежными средствами, разработаны оптимизационные модели Уильяма Баумоля, Миллера-Орра, Стоуна и др.

17. Модель У. Баумоля основана на оптимизации сочетания доходов при вложении в краткосрочные ценные бумаги и затрат по конвертации денежных средств в ценные бумаги.

18. Модель Баумоля предполагает регулярность как поступлений, так и расходований денежных средств. Ситуацию, когда поступление и расходование денежных средств на расчетном счете осуществляется хаотично как по величине сумм, так и по их направленности (приток, отток), лучше отражает модель, разработанная Миллером и Орром.

19. Создание эффективной системы управления денежными потоками в компании связано с дополнительными затратами, поэтому все действия по ее созданию должны быть оценены с точки зрения дополнительных затрат и выгод и требуют более эффективного использования информационных технологий.

## Глава 5. УПРАВЛЕНИЕ ПОРТФЕЛЕМ ЦЕННЫХ БУМАГ

---

*Каждое достойное приобретение сопряжено с риском; тому, кто его избегает, не следует рассчитывать на успех.*

Пьетро Метастазιο

### **Цели изучения темы:**

- ❖ формирование представлений о месте и роли управления портфелем ценных бумаг в системе финансового менеджмента организации;
- ❖ получение знаний о методах формирования портфеля ценных бумаг организации;
- ❖ приобретение навыков использования моделей управления портфелем ценных бумаг.

### **5.1. Представление о портфеле ценных бумаг**

Рынок ценных бумаг в России быстро развивается. Организации вкладывают свои капиталы в ценные бумаги с целью получения доходов и сохранения капитала от инфляции.

В соответствии со ст. 142 гл. 7 ГК РФ ценная бумага — это документ, удостоверяющий с соблюдением установленной формы и обязательных реквизитов имущественные права, осуществление или передача которых возможны только при его предъявлении.

С экономической точки зрения, ценная бумага представляет собой форму существования капитала, которая обращается на рынке как товар и приносит доход. При этом сам капи-

тал в товарной или денежной форме у владельца отсутствует, но имеются все права на него, зафиксированные в ценной бумаге. В России ценные бумаги продаются и покупаются на фондовой бирже, например РТС (Российская фондовая биржа, проводящая торги на рынке акций, а также производных финансовых инструментов).

Существуют две формы выпуска ценных бумаг документарные и бездокументарные. Бездокументарная ценная бумага существует в виде записей на счете бухгалтерского учета и аналитических реестрах к нему. О ценных бумагах, представленных в виде записей по счетам, говорят, что они имеют безналичную форму. При купле-продаже ценной бумаги, передаче, погашении и т. п. она перемещается не путем передачи бумажного сертификата (его не существует), а путем совершения бухгалтерских проводок по счетам и записей в реестрах бухгалтерского учета. Ценные бумаги, обращающиеся на бирже, существуют в бездокументарной форме. Это сделано для удобства, так как на бирже ежедневно с ценными бумагами совершаются тысячи сделок.

Отношения, возникающие при эмиссии и обращении эмиссионных ценных бумаг независимо от типа эмитента, а также особенности создания и деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг регулируются гл. 7 “Ценные бумаги” ГК РФ, федеральными законами от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ “О рынке ценных бумаг”, от 26 декабря 1995 г. № 208-ФЗ “Об акционерных обществах”.

Совокупность ценных бумаг, принадлежащих инвестору, с указанием их количества представляет собой портфель ценных бумаг. Например, портфель может выглядеть так: акции обыкновенные — 10 000 штук, акции привилегированные — 30 000 штук.

Цель формирования портфеля — улучшить условия инвестирования свободных денежных средств.

Тип портфеля — его инвестиционная характеристика, основанная на соотношении дохода и риска. При этом важным признаком при классификации типа портфеля является то, каким способом, при помощи какого источника данный доход получен:

за счет роста курсовой стоимости или текущих выплат - дивидендов, процентов.

**По целям формирования инвестиционного дохода** выделяют следующие типы портфелей:

- **портфель роста.** Формируется из акций организаций, курсовая стоимость которых растет. Цель данного типа портфеля — рост капитальной стоимости портфеля вместе с получением дивидендов в небольшом размере;

- **портфель дохода.** Портфель ориентирован на получение высокого текущего дохода — процентных и дивидендных выплат;

- **портфель роста и дохода.** Формируется для избежания возможных потерь на фондовом рынке как от падения курсовой стоимости, так и низких дивидендных или процентных выплат.

**По уровню инвестиционного риска** различают следующие типы портфелей ценных бумаг:

- **агрессивный.** Портфель формируется по критерию максимизации текущего дохода вне зависимости от сопутствующего уровня инвестиционного риска. В состав данного типа портфеля входят акции молодых быстрорастущих организаций;

- **консервативный.** Портфель состоит в основном из акций крупных, хорошо известных организаций, характеризующихся хотя и невысокими, но устойчивыми темпами роста курсовой стоимости. Является наименее рискованным;

- **умеренный.** Портфель представляет собой сочетание инвестиционных свойств портфеля агрессивного и консервативного типа. В данный тип портфеля включаются наряду с надежными ценными бумагами, приобретаемыми на длительный срок, рискованные фондовые инструменты, состав которых периодически обновляется.

Основными качествами, которые должны учитываться при формировании портфеля ценных бумаг, являются:

- ликвидность — возможность быстрого превращения ценных бумаг портфеля в денежную наличность;

- налоговые льготы;

- отраслевая принадлежность.

Основным принципом оптимизации портфеля ценных бумаг является принцип *диверсификации вложений*, т. е. распределе-

ния вложений между множеством разных по инвестиционным качествам ценных бумаг с целью снижения риска общих потерь и повышения совокупной доходности.

*Под управлением портфелем ценных бумаг* понимается совокупность различных методов и технологических возможностей, которые позволяют:

- сохранить первоначально инвестированные средства;
- достигнуть максимального уровня дохода;
- обеспечить инвестиционную управляемость портфеля.

*Основной целью управления портфелем ценных бумаг* является обеспечение наиболее рациональных путей реализации инвестиционной стратегии организации на финансовом рынке.

В процессе управления портфелем финансовых активов решают следующие задачи:

- обеспечение высоких темпов экономического развития за счет эффективной инвестиционной деятельности организации. Между эффективностью данной деятельности и темпами экономического развития существует прямая связь. На практике чем выше объем продаж и прибыли (включая прибыль от финансовых операций), тем больше средств остается на инвестиции;

- достижение максимизации прибыли (дохода) от инвестиционной деятельности. Для целей экономического развития организации имеет приоритетное значение не бухгалтерская, а чистая прибыль. Поэтому при наличии нескольких вариантов формирования портфеля рекомендуют выбирать тот из них, который обеспечивает наибольшую сумму чистой прибыли на вложенный капитал;

- обеспечение снижения уровня инвестиционных рисков, которые сопутствуют всем видам инвестиционной деятельности. При неблагоприятных условиях данные риски могут вызывать потерю не только прибыли (дохода), но и части вложений капитала;

- обеспечение финансовой устойчивости и платежеспособности организации в процессе осуществления инвестиционной деятельности, которая связана с отвлечением финансовых ресурсов в значительных размерах и на длительный срок, что мо-



жет привести к снижению платежеспособности организации по текущим хозяйственным операциям. Кроме того, отвлечение денежных ресурсов в долгосрочные ценные бумаги может привести к потере финансовой устойчивости организации в будущем. Поэтому, формируя источники инвестирования, следует заранее прогнозировать, какое влияние они окажут на финансовое состояние инвестора.

Таким образом, задачи формирования фондового портфеля организации сводятся к такому распределению инвестируемой суммы денежных средств между финансовыми активами, которое в течение срока жизни портфеля обеспечивает его максимальную доходность. Портфельное инвестирование позволяет улучшить условия вложения капитала, придав совокупности ценных бумаг такие инвестиционные качества, которые невозможно достичь для отдельно взятого финансового актива. Только в процессе формирования портфеля выявляют новые инвестиционные качества ценных бумаг с заданными параметрами доходности, безопасности и ликвидности. Следовательно, инвестиционный портфель является тем финансовым инструментом, с помощью которого обеспечивается требуемая инвестору доходность при минимальном риске.

На практике существуют два способа управления портфелем ценных бумаг предприятия: самостоятельный и трастовый. При первом способе выполнение всех управленческих функций, связанных с портфелем, осуществляется менеджерами организации. Для этого создается специальное структурное подразделение — фондовый отдел. Фондовый отдел определяет цели и тип портфеля; разрабатывает стратегию и тактику его управлением; осуществляет оперативное планирование движения ценных бумаг исходя из заданных целей; производит операции по управлению портфелем; анализирует состав, структуру и динамику движения ценных бумаг; принимает практические решения, направленные на ревизию, пересмотр и корректировку портфеля. В организациях с небольшим портфелем ценных бумаг функции фондового отдела обычно выполняет один квалифицированный менеджер.

При трастовом способе организация на основе договора доверительного управления имуществом (траста) передает функции управления портфелем банку или другому юридическому лицу, занимающемуся подобной деятельностью.

Работа по формированию и управлению портфелем ценных бумаг складывается из ряда этапов:

1. Исследование внешней инвестиционной среды и прогнозирование деловой ситуации на финансовом рынке.

Такому исследованию подвергаются:

- правовые условия инвестиционной деятельности в разрезе форм инвестирования;
- анализ текущего состояния финансового рынка;
- прогноз конъюнктуры рынка в разрезе его сегментов и в целом.

2. Разработка стратегических направлений инвестиционной деятельности, что предполагает определение целей и задач инвестирования на ближайшую перспективу.

3. Разработка стратегии формирования инвестиционных ресурсов для реализации выбранной стратегии инвестирования.

К таким ресурсам относятся как собственные, так и привлеченные с финансового рынка средства.

4. Поиск и оценка инвестиционной привлекательности отдельных видов ценных бумаг для включения их в фондовый портфель.

5. Формирование инвестиционного портфеля и его оценка по критериям доходности и ликвидности.

Расчет ведут по каждому фондовому активу, и при этом инвестор сталкивается с проблемами селективности, выбора времени финансовых операций и диверсификации фондового портфеля.

Селективность (микропрогнозирование) относится к финансовому анализу ценных бумаг и прогнозу цен на отдельные их виды. Выбор времени операций включает прогноз изменения уровня цен на ценные бумаги (акции) по сравнению с ценами для финансовых активов с фиксированным доходом (корпоративные облигации).

Диверсификация предполагает формирование портфеля ценных бумаг таким способом, чтобы при определенных ограничениях минимизировать инвестиционный риск, однако последний остается в виде так называемого недиверсифицированно-го риска, вытекающего из общего состояния экономики страны.

6. Организация текущего управления фондовым портфелем (его мониторинга).

7. Подготовка решений о продаже отдельных финансовых активов, reinvestировании высвобождаемого капитала.

Если фактическая доходность ценных бумаг окажется ниже ожидаемой, то принимают решение о продаже неэффективных финансовых активов. После этого проводят корректировку фондового портфеля путем подбора других ценных бумаг, в которые reinvestируют высвобождающийся капитал.

## **5.2. Особенности финансовых активов, включаемых в инвестиционный портфель**

Основными характеристиками ценной бумаги являются: внутренняя стоимость, цена, доходность, риск, ликвидность.

Каждая ценная бумага может генерировать доход, поэтому ее внутренняя текущая стоимость ( $V_i$ ) представляет собой текущую стоимость будущего поступления денежных средств и может быть определена по формуле

$$V_i = \sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{(1+K)^i}, \quad (5.1)$$

где  $CF_i$  — денежный поток, генерируемый  $i$ -й ценной бумагой;

$K$  — приемлемая норма доходности;

$n$  — срок действия  $i$ -й ценной бумаги.

На основе этой формулы можно рассчитать текущую внутреннюю стоимость любого финансового актива.

Согласно российскому законодательству (ст. 143 гл. 7 ГК РФ) к ценным бумагам относятся: акция, государственная облигация, вексель, коносамент, банковская сберегательная книжка на предъявителя, депозитный сертификат, опцион эмитента, за-

кладная, сберегательный сертификат, чек и др. В рыночной экономике главное внимание уделено так называемым “инвестиционным” ценным бумагам — акциям и облигациям.

**Акция** — это ценная бумага, выпускаемая акционерным обществом и закрепляющая права ее владельца (акционера) на получение части прибыли акционерного общества в виде дивидендов, на участие в управлении акционерным обществом и на часть имущества, оставшегося после его ликвидации.

Сегодня акции крупнейших российских компаний, пожалуй, одни из самых доходных активов, которые могут быть доступны частному инвестору.

Все акции, выпускаемые любым акционерным обществом, являются именными. Как правило, акции подразделяются на две группы: обыкновенные и привилегированные.

Владелец обыкновенных акций имеет право на получение дохода из чистой прибыли в виде дивиденда. Дивиденды по обыкновенным акциям выплачиваются после выплаты дивидендов по привилегированным акциям. Размер дивидендов определяется советом директоров и утверждается общим собранием акционеров. Владелец обыкновенных акций имеет право продажи их на вторичном рынке.

Привилегированные акции не дают права их владельцу на участие в управлении, но дают преимущественное право на получение дивидендов, которые выплачиваются независимо от результатов деятельности общества в форме фиксированного процента. Цена привилегированных акций может быть определена по формуле

$$P_{ПА} = \frac{D_{ПА}}{K_S^{ПА}} \times 100\%, \quad (5.2)$$

где  $K_S^{ПА}$  — стоимость привилегированных акций, %;

$D_{ПА}$  — ожидаемый фиксированный годовой дивиденд, руб.;

$P_{ПА}$  — текущая цена привилегированной акции, руб.

Эту формулу можно использовать для оценки любого финансового актива с постоянным размером дивиденда, начисляемого неопределенно долго. Дивиденды по привилегированным акциям могут выплачиваться как из прибыли, так и из других

источников — в соответствии с уставом общества. В настоящее время по российскому законодательству, если по привилегированным акциям не выплачены дивиденды, то они предоставляют акционерам право голоса на общем собрании акционеров

Различают несколько количественных характеристик обыкновенных акций.

*Номинальная стоимость* указывается на бланке акции. Для акции этот показатель несет информационную нагрузку, характеризуя долю в уставном капитале.

*Эмиссионная цена акции* — это цена продажи на первичном рынке. Она чаще всего отличается от номинальной как минимум на величину затрат на размещение.

*Рыночная цена акции* — это цена, по которой акции продаются на вторичном рынке. Она зависит от многих факторов: конъюнктуры рынка, величины и динамики дивидендов. Определяется она разными способами, но в основе лежит принцип сопоставления доходности данной акции с рыночной нормой прибыли. Различают следующие виды доходности:

- требуемая доходность ( $K_s$ ) — это минимально приемлемая доходность обыкновенной акции в оценке ее владельца;
- ожидаемая доходность ( $\hat{K}_s$ ) — это доход на акцию, который ожидает получить частный владелец.

Эти два вида доходности равны, если рынок находится в равновесном состоянии. В общем виде цена акции определяется как текущая ценность будущих доходов:

$$P_0 = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{D_i}{(1 + K_s)^i},$$

где  $P_0$  — текущая стоимость потока платежей, цена акции в начальный момент, руб.;

$D_i$  — годовые дивидендные выплаты в  $i$ -й год, руб.;

$K_s$  — требуемая доходность акции, учитывающая как риск, так и доходность альтернативных вариантов инвестирования, доли единицы.

Вместе с тем при определении цены и доходности обыкновенных акций необходимо учитывать характер развития акци-

онерного общества. Определим стоимость акции с постоянным ростом дивидендов. Предположим, что ожидается рост дивидендов организации с постоянным темпом, тогда

$$P_0 = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{D_0(1+g)^i}{(1+K_s)^i}, \quad (5.3)$$

где  $P_0$  — текущая стоимость потока платежей, цена акции в начальный момент, руб.;

$D_0$  — годовые дивидендные выплаты в настоящий момент, руб.;

$K_s$  — ожидаемая доходность, доли единицы;

$g$  — ожидаемый уровень роста дивидендов, доли единицы.

Предположим  $g < K_s$ , умножим обе части уравнения (5.3) на  $(1 + K_s) / (1 + g)$  и вычтем то, что получилось, из уравнения (5.3). Получим:

$$\frac{P_0(1+K_s)}{(1+g)} - P_0 = D_0 - \frac{D_0(1+g)^{\infty}}{(1+K_s)^{\infty}},$$

откуда

$$\frac{P_0(1+K_s)}{(1+g)} - P_0 = D_0,$$

$$P_0 \left[ \frac{(1+K_s)}{(1+g)} - 1 \right] = D_0,$$

$$P_0(K_s - g) = D_0(1+g),$$

поскольку  $D_0(1+g) = D_1$ , то получаем базовую формулу М. Гордона:

$$P_0 = \frac{D_1}{K_s - g}. \quad (5.4)$$

Таким образом, рыночная цена акции ( $P_0$ ) зависит от величины дивидендов ( $D_1$ ), требуемой доходности ( $K_s$ ) и темпа роста дивидендов ( $g$ ).

**Пример 5.1.** Определите рыночную цену акции, если предполагаемые дивиденды через год составят 4 руб., темп их роста 6%, требуемая норма доходности 14%.

Решение:

Согласно формуле (5.3)

$$P_0 = \frac{4}{(0,14 - 0,06)} = 50 \text{ руб.}$$

Рассчитаем теперь соотношение между ценой на акцию и прибылью на акцию. Предположим, доля прибыли, не выплачиваемой на дивиденды во всей прибыли постоянна и составляет  $f$ , тогда дивидендный выход (отношение дивидендов к прибыли) составит:

$$1 - f = \frac{D_1}{E_1},$$

где  $E_1$  — прибыль на одну акцию через год.

Тогда

$$P_0 = \frac{(1 - f)E_1}{K_s - g}, \quad (5.5)$$

или

$$\frac{P_0}{E_1} = \frac{1 - f}{K_s - g}.$$

**Пример 5.2.** Определите отношение рыночной цены и ожидаемой прибыли на акцию, если нераспределяемая на дивиденды прибыль составляет 40%, требуемая норма доходности 13%, ожидаемые темпы роста дивидендов 7%.

Решение:

Используем формулу (5.5):

$$\frac{P_0}{E_1} = \frac{1 - 0,4}{0,13 - 0,07} = 10 \text{ раз.}$$

**Облигация** — долговое обязательство, выпускаемое компанией или государством, поэтому ее владелец выступает как кредитор эмитента.

Существует большое количество разновидностей облигаций. Облигация в “классическом” виде приносит ее держателю фиксированный регулярный денежный доход. На них имеется купон, являющийся свидетельством права владельца на получении процента по наступлению соответствующих сроков.

Значение термина “облигация” законодательно закреплено в ст. 816 ГК РФ, а отношения между эмитентом и держателем облигации регулируются ст. 807–818 ГК РФ.

Величина денежной суммы, указанная на облигации, является номинальной стоимостью актива. Это сумма, которую компания или государство берет в займы и обещает выплатить по истечении установленного срока. К этой сумме привязано начисление процентов. По этой цене, как правило, производится погашение облигаций.

Рыночная цена облигации определяется условиями рынка и может не совпадать с номиналом. Курс облигации — отношение рыночной цены к номинальной (выражается в процентах).

Купонные выплаты — сумма, выплачиваемая по облигации в качестве процента в фиксированный период (год, полугодие, квартал).

Купонный процент — ежегодно выплачиваемый доход на облигацию в процентах. Он определяется делением купонных платежей в год на номинальную стоимость инструмента.

Таким образом, в отличие от владельцев акций владельцы облигаций не являются собственниками акционерной компании. Владельцы облигаций имеют первоочередное право на получение дохода по сравнению с акционерами. Эмитент обязан гасить купоны и номинал облигации в установленные сроки, иначе он может быть объявлен банкротом. Стоимость облигации может быть рассчитана как текущая стоимость потоков денежных выплат:

$$P_{pc} = (1 - \text{СтН}) \times \left[ \frac{C}{1 + K_d^o} + \frac{C}{(1 + K_d^o)^2} + \dots + \frac{C}{(1 + K_d^o)^n} + \frac{P_{nc}}{(1 + K_d^o)^n} \right],$$



или

$$P_{pc} = (1 - \text{СтН}) \times \left[ \sum_{i=1}^n \frac{C}{(1 + K_d^o)^i} + \frac{P_{nc}}{(1 + K_d^o)^n} \right],$$

где  $P_{pc}$  — рыночная стоимость потока платежей, руб.;

$C$  — годовые процентные выплаты, определяемые номинальным процентным доходом, купонные выплаты, руб.;

$P_{nc}$  — номинальная стоимость облигации, руб.;

$K_d^o$  — требуемая норма доходности, определяемая риском облигаций, доли единицы;

$n$  — число лет до погашения;

$\text{СтН}$  — ставка налога на прибыль, доли единицы.

Введение в формулу выражения  $(1 - \text{СтН})$  позволяет учесть снижение налогооблагаемой прибыли, так как с 1999 г. в России купонные выплаты учитываются до налогооблагаемой прибыли.

**Пример 5.3.** Определите рыночную цену облигации номиналом 1000 руб., которая обеспечит получение 14%-ного дохода по облигациям с номинальным доходом 12% годовых и оставшимся до погашения сроком 10 лет.

Решение:

$$P_{pc} = (1 - 0,2) \left[ \frac{120}{(1 + 0,14)} + \frac{120}{(1 + 0,14)^2} + \dots + \frac{120}{(1 + 0,14)^{10}} + \frac{1000}{(1 + 0,14)^{10}} \right] = 716,54 \text{ руб.}$$

Рассмотрим, что произойдет при изменении стоимости облигаций.

1. Когда необходимый уровень дохода превышает установленный по облигации процентный доход, рыночная цена облигации уступает ее номинальной стоимости. О такой облигации говорят, что она продается с дисконтом.

2. Когда необходимый уровень дохода уступает установленному уровню номинального процентного дохода, рыночная цена

облигации превышает ее номинальную стоимость. О такой облигации говорят, что она продается с премией.

3. Когда необходимый уровень дохода равен номинальному процентному доходу, рыночная цена облигации равна ее номинальной стоимости.

4. Если процентные ставки растут, рыночная цена облигации падает.

5. Если процентные ставки падают, рыночная цена облигации растет.

6. При изменении требуемой нормы доходности рыночная цена облигации изменится тем сильнее, чем длительней период ее погашения.

7. При изменении требуемой нормы доходности рыночная цена облигации изменится тем больше, чем меньше ее номинальный процентный доход.

Если проценты по облигациям выплачиваются дважды в год, расчеты проводятся по следующей модифицированной формуле:

$$P_{pc} = \frac{C/2}{1 + K_d^0/2} + \frac{C/2}{(1 + K_d^0/2)^2} + \dots + \frac{C/2}{(1 + K_d^0/2)^{2n}} + \frac{P_{nc}}{(1 + K_d^0/2)^{2n}},$$

или

$$P_{pc} = \sum_{i=1}^{2n} \frac{C/2}{(1 + K_d^0/2)^i} + \frac{P_{nc}}{(1 + K_d^0/2)^{2n}},$$

где  $P_{pc}$  — рыночная стоимость потока платежей, руб.;

$C$  — годовые процентные выплаты, определяемые номинальным процентным доходом, руб.;

$P_{nc}$  — номинальная стоимость облигации, руб.,

$K_d^0$  — требуемая норма доходности, определяемая риском облигаций, доли единицы;

$n$  — число лет до погашения.

Бессрочная ценная бумага — инвестиционный инструмент, обеспечивающий получение фиксированных денежных выплат на протяжении неограниченного срока.

Пусть вложение в бессрчную облигацию обеспечивает вечное получение ежегодных выплат в размере  $C$ , тогда

$$P_{pc} = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{C}{(1+K_d^o)^i},$$

где  $P_{pc}$  — текущая стоимость потока платежей;

$C$  — ежегодные выплаты;

$K_d^o$  — требуемая норма доходности, определяемая риском облигаций.

Поскольку сумма бесконечно убывающей геометрической прогрессии равна

$$\frac{1}{1-a}, \text{ если } |a| < 1,$$

$$P_{pc} = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{C}{(1+K_d^o)^i} = C \sum_{i=1}^{\infty} \frac{1}{(1+K_d^o)^i} = C \left( \sum_{i=0}^{\infty} \frac{1}{(1+K_d^o)^i} - 1 \right);$$

$$P_{pc} = C \left( \frac{1}{1 - \frac{1}{1+K_d^o}} - 1 \right) = C \left( \frac{1+K_d^o}{1+K_d^o - 1} - 1 \right) = C \left( \frac{1+K_d^o}{K_d^o} - \frac{K_d^o}{K_d^o} \right);$$

$$P_{pc} = \frac{C}{K_d^o}.$$

**Пример 5.4.** Определите рыночную цену бессрочной облигации, обеспечивающую ежегодную выплату 50 руб., если приемлемый уровень дохода составляет 12%.

Решение:

$$P_{pc} = 50 \text{ руб.} : 0,12 = 416,67 \text{ руб.}$$

В современной мировой практике ценные бумаги подразделяются на два больших класса:

- 1-й класс — основные ценные бумаги;
- 2-й класс — производные ценные бумаги.

*Основные ценные бумаги*, в свою очередь, можно разбить на две подгруппы: первичные и вторичные ценные бумаги. Пер-

вичные ценные бумаги, это, например, акции, облигации, векселя и др. Вторичные ценные бумаги — это ценные бумаги, выпускаемые на основе первичных ценных бумаг; это ценные бумаги на сами ценные бумаги: депозитарные расписки, варранты на ценные бумаги и др.

*Производная ценная бумага* — это бездокументарная форма выражения имущественного права (обязательства), возникающего в связи с изменением цены лежащего в основе данной ценной бумаги биржевого актива. Если несколько упростить это определение и сделать его менее строгим, то можно было бы сказать, что производная ценная бумага — это ценная бумага на какой-либо ценовой актив: на цены товаров (обычно биржевых товаров: зерна, мяса, нефти, золота и т. п.); на цены основных ценных бумаг (обычно на индексы акций, на облигации); на цены кредитного рынка (процентные ставки); на цены валютного рынка (валютные курсы) и т. п. К производным ценным бумагам относятся: фьючерсные контракты (товарные, валютные, процентные, индексные и др.) и свободнообращающиеся опционы.

Для инвесторов, которые хотят приобрести ценные бумаги иностранных компаний, привлекательным объектом инвестиций являются **депозитарные расписки**. Технически депозитарные расписки являются обращающимися на рынке сертификатами на ценные бумаги иностранного эмитента, предоставляющими держателям те же права, которые имеют владельцы базовых активов. Как правило, депозитарные расписки выпускаются на акции (в том числе, привилегированные). Депозитарная расписка служит эквивалентом определенного числа акций иностранного эмитента, находящихся в депозитарии кастодиального (кастодиан (англ. custodian) — хранитель) банка в стране эмитента. На самом деле фактически обращающимся инструментом являются депозитарные акции, выпущенные на иностранные базовые активы, тогда как депозитарные расписки представляют собой сертификаты на депозитарные акции, однако обычно эти термины считаются равнозначными и взаимозаменяемыми.

Главным образом выделяют два вида расписок: американские депозитарные расписки (АДР) и глобальные депозитар-

ные расписки (ГДР). Как отмечают многие исследователи, выпуск АДР и ГДР дает ряд преимуществ: возможность привлечь значительные инвестиции для решения стратегических задач, поднять рыночную стоимость своих ценных бумаг, увеличивая тем самым капитализацию компании.

Чтобы создать имидж компании как надежного участника рынка организации заинтересованы в листинге<sup>1</sup> депозитарных расписок на крупнейших биржах, таких как: NYSE<sup>2</sup>, NASDAQ<sup>3</sup> и Amex<sup>4</sup> в США, LSE<sup>5</sup> и Deutsche Borse<sup>6</sup> в Европе.

Наиболее престижным в США считается прохождение листинга на NYSE. Иностранные компании, проводящие листинг депозитарных расписок на NYSE, могут выбрать листинг или по международным стандартам, альтернативе, разработанной специально для неамериканских компаний, или по националь-

---

<sup>1</sup> Листинг (англ. List) — список. А. Внесение акций компании в список акций, котирующихся на данной бирже. Б. Список ценных бумаг, допущенных к биржевым торгам. В. Процедура допуска ценных бумаг к котировке и торговле на фондовой бирже. Г. Соглашение между эмитентом ценных бумаг и фондовой биржей о приемке ценных бумаг для торговли или котировки на рынке.

Для эмитента листинг представляет ряд преимуществ: 1) повышение ликвидности цен бумаг; 2) преимущества при получении банковских кредитов; 3) устойчивая позиция на РЦБ.

<sup>2</sup> Нью-Йоркская фондовая биржа (англ. New York Stock Exchange) — главная в США, крупнейшая в мире

<sup>3</sup> Автоматизированные котировки Национальной ассоциации дилеров по ценным бумагам (англ. National Association of Securities Dealers Automated Quotation) — американский внебиржевой рынок, специализирующийся на акциях высокотехнологичных компаний (производство электроники, программного обеспечения и т. п.)

<sup>4</sup> Американская фондовая биржа (англ. American Stock Exchange) — благодаря более либеральным требованиям по сравнению с NYSE и NASDAQ, на ней обращаются акции мелких и средних компаний.

<sup>5</sup> Лондонская фондовая биржа (англ. London Stock Exchange, сокращенно LSE) — одна из крупнейших и старейших бирж Европы.

<sup>6</sup> Немецкая компания, одна из крупнейших бирж Европы (нем. Deutsche Börse AG). Центральный офис расположен во Франкфурте-на-Майне. Компания управляет Франкфуртской фондовой биржей

ным стандартам. Листинг на крупнейшей бирже в США NYSE считается очень престижным, однако программы депозитарных расписок в США являются самыми сложными и дорогостоящими в связи с действием на территории США закона Сарбейнза-Оксли<sup>1</sup>, регулирующего корпоративное управление. В соответствии с данным законом в компаниях должна существовать система внутреннего контроля за составлением корпоративной отчетности, а эффективность системы должна проверяться независимым аудитором. За искажение отчетности для главного исполнительного директора и финансового директора компании предусмотрена уголовная ответственность. Вместе с тем с вступлением закона в силу в 2002 г. объемы информации, подлежащей раскрытию, существенно увеличились.

Целый ряд российских компаний, такие как “Лукойл”, “Газпром”, “Сургутнефтегаз” и др., вышли на мировой уровень, выпустив депозитарные расписки 1-го, 2-го и 3-го уровней.

Таким образом, программы депозитарных расписок часто становятся причиной позитивных изменений в практике финансового менеджмента в компаниях-эмитентах, в отношениях с инвесторами, а также являются причиной введения признанных во всем мире стандартов финансовой отчетности: МСФО и GAAP.

### 5.3. Риск и доходность портфельных инвестиций

Доходность портфеля ( $K_p$ ) — это линейная функция показателей доходности входящих в него активов. Определяется она по формуле средней арифметической взвешенной:

---

<sup>1</sup> Закон федерального законодательства США по ценным бумагам (англ. Sarbanes-Oxley Act). Закон предоставил дополнительные полномочия независимой Комиссии по ценным бумагам и биржам (Securities and Exchange Commission — SEC), повысил степень ответственности руководства компаний за внедрение корпоративного контроля, порядок и качество финансовой отчетности и ужесточил меру возможного наказания за выявленные факты экономического мошенничества.

$$\bar{K}_p = \sum_{j=1}^n k_j d_j, \quad (5.6)$$

где  $k_j$  — доходность  $j$ -го актива, %;

$d_j$  — доля  $j$ -го актива в портфеле;

$n$  — число активов в портфеле.

**Пример. 5.5.** В финансовом портфеле находятся три вида акций А, В, С. Их доходность соответственно составляет 12, 14 и 18%. Возможны два варианта формирования портфеля: первый вариант содержит 30% акций А и по 35% акций В и С; второй вариант содержит 40% акций А, 50% акций В и 10% акций С. Какой вариант предпочтет инвестор?

Решение. Определяем доходность потенциальных финансовых портфелей

$$\bar{K}_p^1 = (0,12 \times 0,3) + (0,14 \times 0,35) + (0,18 \times 0,35) = 0,148 = 14,8\%,$$

$$\bar{K}_p^2 = (0,12 \times 0,4) + (0,14 \times 0,5) + (0,18 \times 0,1) = 0,136 = 13,6\%.$$

Отсюда вывод: с позиции доходности для формирования финансового портфеля предпочтительнее вариант первый.

При оценке любого финансового инструмента основой принятия решения является позитивное соотношение между риском и ожидаемым доходом. Риск ценных бумаг определяется теми же показателями, как любой вид риска: математическое ожидание (среднее значение, или центр распределения), дисперсия ( $\sigma^2$ ), среднеквадратическое отклонение ( $\sigma$ ), коэффициент вариации ( $V$ ), размах колебаний ( $\square$ ).

Статистические методы основаны на обработке информации о результатах и исходе подобного события. Величина и степень риска измеряются расчетом средних величин и их изменчивостью (таблица 5.1).

*Математическое ожидание* — это среднее значение случайной величины, рассчитываемое по формуле средней арифметической взвешенной (аналогично доходности портфеля), где весом выступает вероятность исхода случайной величины.

Таблица 5.1 — Статистические методы расчета рисков

Показатель	Формула для расчета	Обозначение
1. Математическое ожидание $\bar{Y}$	$\bar{Y} = \sum_{i=1}^n Y_i \times P_i$	$Y_i$ — значение результата при $i$ -м исходе;
2. Дисперсия $\sigma^2$	$\sigma^2 = \sum_{i=1}^n (Y_i - \bar{Y})^2 \times P_i$	$P_i$ — вероятность $i$ -го исхода;
3. Среднеквадратическое отклонение $\sigma$	$\sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^n (Y_i - \bar{Y})^2 \times P_i} = \sqrt{\sigma^2}$	$n$ — количество исходов, наблюдений;
4. Коэффициент вариации $V$	$V = \sigma / \bar{Y} \times 100\%$	$\sigma$ — именная величина (читается “сигма”) и измеряется в тех же единицах, в которых учитывается варьирующий показатель
5. Размах колебаний $\Delta$	$\Delta = Y_{\max} - Y_{\min}$	

Для оценки средневзвешенного значения для всех возможных исходов используются дисперсия и среднеквадратическое отклонение.

*Дисперсия* представляет собой средневзвешенное из квадратов отклонений реальных результатов от ожидаемых (таблица 5.1).

*Среднеквадратическое отклонение* характеризует среднюю изменчивость варьирующего признака и определяется по формуле, которая отражена в таблице 5.1. Формула также может быть представлена в виде

$$\sigma^2 = \frac{\sum_{i=1}^n (Y_i - \bar{Y})^2}{n},$$

где  $\sigma^2$  — дисперсия;

$Y_i$  — ожидаемое значение результата при  $i$ -м исходе;

$\bar{Y}$  — среднее ожидаемое значение;



$P_i$  — вероятность  $i$ -го исхода;

$n$  — количество исходов.

Для относительной оценки колебания используется *коэффициент вариации* ( $V$ ). Он представляет собой отношение среднеквадратического отклонения к средней величине варьирующего показателя и измеряется в процентах (таблица 5.1). Чем больше  $V$ , тем сильнее колебание. Считается, что если коэффициент вариации  $V$  имеет величину:

— до 10% — колебание слабое;

— 10–20% — умеренное;

— свыше 20% — сильное.

Выбирая финансовый актив, инвестор сам определяет приоритеты, какая доходность ему требуется, какая степень риска для него допустима, с учетом этого решает: приобретать высокодоходные, но с большой величиной риска, бумаги или отдать предпочтение менее доходным бумагам с устойчивой динамикой к росту.

*Размах колебаний* ( $\Delta$ ) — это разность двух крайних результатов из ряда возможных исходов ( $Y$ ) (таблица 5.1). Разрыв между максимальным и минимальным уровнями показателей характеризует возможные проявления рискованной ситуации, но ничего не говорит о вероятности таких проявлений.

Приведем пример использования этих показателей.

**Пример 5.6.** Инвестор может вложить 20 млн руб. в финансовые активы: А или В. Доходность по этим активам может колебаться (таблица 5.2):

Таблица 5.2 — Доходность по активам А и В

Оценка доходности	Пакеты акций			
	А		В	
	величина, %	вероятность	величина, %	вероятность
Оптимистическая	15	0,25	20	0,25
Наиболее вероятная	12	0,5	18	0,5
Пессимистическая	5	0,25	(10)	0,25

Необходимо определить, какой пакет акций более целесообразен для вложений капитала. Решение дано в таблице 5.3.

Таблица 5.3 — Оценка целесообразности инвестирования капитала

Показатель	Пакеты акций	
	А	В
1. Средняя ожидаемая доходность $\bar{K}_s$ , %	11 <sup>*1</sup>	11,5 <sup>*1</sup>
2. Дисперсия $\sigma^2$	0,0014 <sup>*2</sup>	0,0155 <sup>*2</sup>
3. Среднеквадратическое отклонение $\sigma$	0,037 <sup>*3</sup>	0,124 <sup>*3</sup>
4. Коэффициент вариации V, %	33,6 <sup>*4</sup>	107,8 <sup>*4</sup>
5. Размах колебаний, $\Delta$	10	30
<sup>*1</sup> $\bar{K}_s(A) = (0,15 \times 0,25) + (0,12 \times 0,5) + (0,05 \times 0,25) = 0,11 = 11\%$ ; <sup>*1</sup> $\bar{K}_s(B) = (0,2 \times 0,25) + (0,18 \times 0,5) + (-0,1 \times 0,25) = 0,115 = 11,5\%$ ; <sup>*2</sup> $\sigma^2(A) = (0,15 - 0,11)^2 \times 0,25 + (0,12 - 0,11)^2 \times 0,5 + (0,05 - 0,11)^2 \times 0,25 = 0,0014$ ; <sup>*2</sup> $\sigma^2(B) = (0,20 - 0,115)^2 \times 0,25 + (0,18 - 0,115)^2 \times 0,5 + (-0,10 - 0,115)^2 \times 0,25 = 0,0155$ ; <sup>*3</sup> $\sigma(A) = \sqrt{0,0014} = 0,037$ ; <sup>*3</sup> $\sigma(B) = \sqrt{0,0155} = 0,124$ ; <sup>*4</sup> $V(A) = \frac{0,037}{0,11} \times 100\% = 33,6\%$ ; <sup>*4</sup> $V(B) = \frac{0,124}{0,115} \times 100\% = 107,8\%$ .		

**Вывод.** Более целесообразно приобретение пакета акций А (особенно при умеренном подходе к формированию финансового портфеля).

Целесообразность объединения ценных бумаг в портфеле можно определить с помощью коэффициента ковариации.

*Ковариация* — мера, учитывающая дисперсию (разброс) индивидуальных значений доходности актива и силу связи между изменением доходностей данного актива и всех других бумаг. Ковариация (COV) между двумя бумагами А и В может быть рассчитана по формуле

$$COV(A, B) = \sum_{i=1}^n (k_{A_i} - \bar{k}_A) \times (k_{B_i} - \bar{k}_B) \times P_i, \quad (5.7)$$

где  $k_{A_i}$  и  $k_{B_i}$  — доходность акций А и В в  $i$ -м периоде;

$\bar{k}_A$  и  $\bar{k}_B$  — средняя доходность за весь период активов А и В;

$P_i$  — вероятность доходности А и В при  $i$ -м исходе;

$n$  — число учитываемых значений доходности акций А и В.

Если коэффициент ковариации имеет отрицательное значение, то объединение этих акций в портфель снизит суммарный риск, и, наоборот, при положительном значении риск будет увеличиваться.

Зная коэффициент ковариации (COV) можно рассчитать коэффициент корреляции ( $r_{A,B}$ ) по формуле

$$r_{A,B} = \frac{\text{COV}(A,B)}{\sigma_A \times \sigma_B}, \quad (5.8)$$

Для определения риска портфеля, состоящего из двух активов, может использоваться громоздкая, но удобная в вычислительном плане формула

$$\sigma_p = \sqrt{d_A^2 \sigma_A^2 + d_B^2 \sigma_B^2 + 2d_A d_B \times r_{A,B} \times \sigma_A \times \sigma_B}, \quad (5.9)$$

где  $d_A$  — доля портфеля, инвестируемая в ценную бумагу А;

$d_B$  — доля портфеля, инвестируемая в ценную бумагу В.

Если в эту формулу включить дополнительные слагаемые, ее можно использовать для любого числа активов, входящих в портфель.

**Пример 5.7.** Необходимо определить целесообразность объединения активов А и В исходя из данных, приведенных в таблице 5.4.

Таблица 5.4 — Возможная доходность по активам А и В

Вероятность (Р)	Доходность активов, %	
	А	В
0,4	14	22
0,5	16	18
0,1	22	14

Решение:

1. Определим среднюю доходность активов:

$$K_A = (0,14 \times 0,4) + (0,16 \times 0,5) + (0,22 \times 0,1) = 0,158, \text{ или } 15,8\%;$$

$$K_B = (0,22 \times 0,4) + (0,18 \times 0,5) + (0,14 \times 0,1) = 0,192, \text{ или } 19,2\%.$$

2. Рассчитаем среднеквадратическое отклонение по каждому активу:

$$\sigma_A = \sqrt{(0,14-0,158)^2 \times 0,4 + (0,16-0,158)^2 \times 0,5 + (0,22-0,158)^2 \times 0,1} = 0,0227;$$

$$\sigma_B = \sqrt{(0,22-0,192)^2 \times 0,4 + (0,18-0,192)^2 \times 0,5 + (0,14-0,192)^2 \times 0,1} = 0,0256.$$

3. Определим коэффициент ковариации:

$$\begin{aligned} \text{COV}_{A,B} = & (0,14 - 0,158)(0,22 - 0,192) \times 0,4 + \\ & + (0,16 - 0,158)(0,18 - 0,192) \times 0,5 + \\ & + (0,22 - 0,158)(0,14 - 0,192) \times 0,1 = -0,000536. \end{aligned}$$

Так как коэффициент ковариации отрицателен, объединение активов целесообразно, суммарный риск будет снижен.

4. Определим коэффициент корреляции:

$$r_{A,B} = \frac{-0,000536}{0,0227 \times 0,0256} = -0,92.$$

У финансовых активов А и В наблюдается обратная функциональная зависимость изменения доходности, поэтому их объединение целесообразно.

5. При объединении в портфеле активов в пропорции 40% и 60% среднеквадратическое отклонение доходности портфеля будет равна:

$$\sigma_p = \sqrt{0,4^2 \times 0,0227^2 + 0,6^2 \times 0,0256^2 + 2 \times 0,4 \times 0,6 \times (-0,92) \times 0,0227 \times 0,0256} = 0,0078.$$

Как следует из примера 5.7, рисковость портфеля, измеряемая средним квадратическим отклонением доходности, как правило, меньше средней величины риска отдельных активов, входящих в портфель. Это имеет большое значение при определении требуемой доходности ценной бумаги. Таким образом, это подтверждает, что инвесторам следует владеть портфелем ценных бумаг, а не отдельной ценной бумагой. Поэтому есть все основания для оценки рисковости любой ценной бумаги не при

рассмотрении ее изолированно, а с точки зрения ее вклада в рискность портфеля.

Экономическая теория предполагает, что существует соотношение между доходом, который инвесторы желают получить, и неизбежным риском.

Моделью такого соотношения может служить линия рынка ценной бумаги, отраженная на рисунке 5.1.

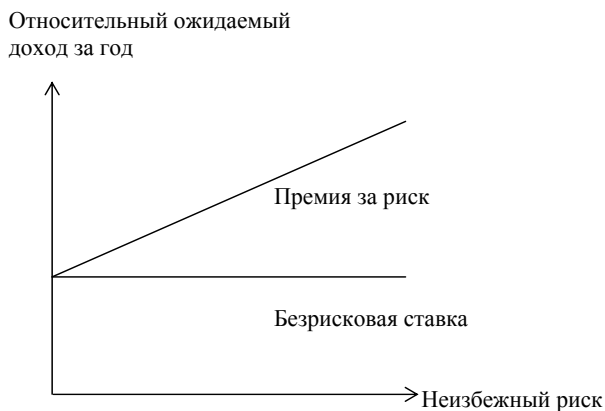


Рисунок 5.1 — Линия рынка ценной бумаги

*Линия рынка ценной бумаги* — равновесное линейное соотношение между относительным ожидаемым доходом и систематическим риском.

*Систематический риск* — риск акции, связанный с изменениями экономической ситуации. Этот риск влияет на все ценные бумаги, хотя и в разной степени, поэтому он не может быть устранен посредством диверсификации (распределением риска среди множества активов или инвестиций).

*Несистематический риск* — риск, специфический именно для этих ценных бумаг. Может быть устранен посредством должной диверсификации.

Ожидаемый доход за год показан на рисунке 5.1 на вертикальной оси, а неизбежный риск — на горизонтальной. Линия риска пересекает вертикальную ось при некотором положитель-

ном значении уровня дохода, поскольку риск в этой точке отсутствует, такой уровень дохода называют безрисковой ставкой. По мере роста риска необходимый уровень дохода растет. Уровень наклона характеризует несклонность инвесторов к риску: чем меньше угол наклона, тем больше склонность инвесторов к риску. Если бы инвесторы были вовсе безразличны к риску, линия рынка ценной бумаги была бы горизонтальной.

Линия рынка ценной бумаги отражает выбор между ожидаемым доходом и неизбежным риском в определенный момент времени.

Положение этой линии может меняться с течением времени в результате изменения процентной ставки и психологии инвесторов.

Изменение положения линии рынка ценной бумаги вследствие изменения процентных ставок отражено на рисунке 5.2.

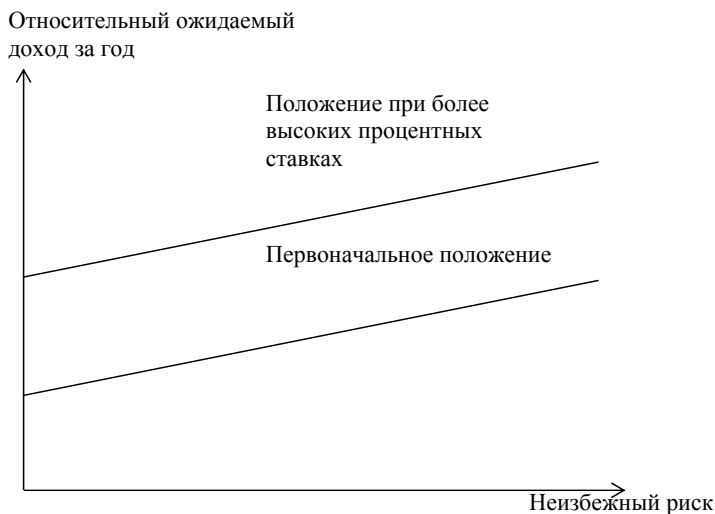


Рисунок 5.2 — Изменение положения линии рынка ценной бумаги при повышении процентных ставок

Психология инвесторов также может измениться, например, вследствие ожидания экономического роста или спада. На

рисунке 5.3 отражено изменение положения линии рынка ценной бумаги вследствие изменения настроения инвесторов от более пессимистического к более оптимистическому.

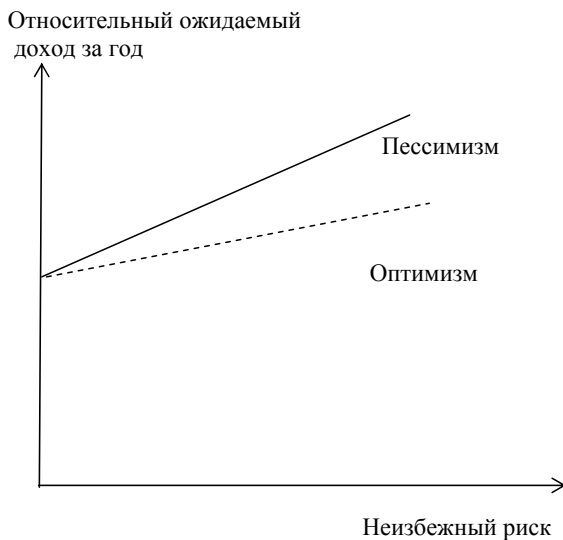


Рисунок 5.3 — Изменение положения линии рынка ценной бумаги при изменении психологии инвесторов

Итак, избыточный доход на рыночный портфель (превышающий безрисковую ставку) известен как **рисковая премия**.

Ожидаемый относительный доход вычисляется следующим образом:

$$K = \text{Безрисковая ставка} + \text{Премия за риск.}$$

**Пример 5.8.** Текущая ставка по государственным ценным бумагам (используемая нами как безрисковая) составляет 10%, мы оцениваем требуемую инвесторами премию за риск как 6%. Определите прогноз рыночного дохода.

Решение:

$$K = 0,10 + 0,06 = 0,16, \text{ или } 16\%.$$

Хорошо диверсифицированный портфель — инвестиционный портфель, составленный из большого количества ценных бумаг таким образом, что доля каждой бумаги сравнительно невелика. Риск хорошо диверсифицированного портфеля приближен к систематическому риску рынка в целом. При этом несистематический риск каждой бумаги ликвидируется посредством диверсификации.

*Суммарный риск* состоит из диверсифицируемого и недиверсифицируемого риска.

Считается, что значительного снижения доли несистематического риска можно добиться при умеренной диверсификации, нахождении в портфеле 15–20 акций. На рисунке 5.4 отражено соотношение между суммарным риском и количеством ценных бумаг в портфеле.

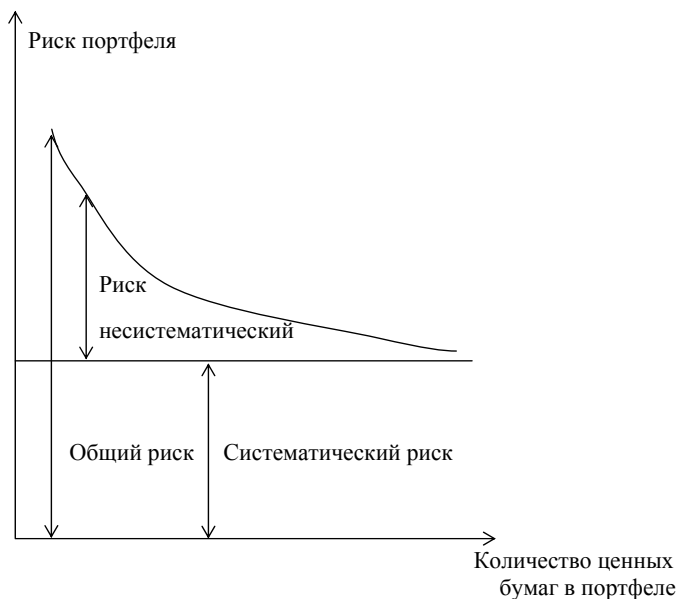


Рисунок 5.4 — Зависимость риска и количества бумаг в портфеле

Таким образом, значимым является не весь риск, связанный с владением акциями, поскольку его часть устранима путем ди-



версификации. Важной составляющей риска акции является неизбежный, или систематический, риск. Чем больше систематический риск ценной бумаги, тем большей доходности от нее будут ждать инвесторы. Связь между ожидаемой доходностью и систематическим риском, а также вытекающее из нее определение стоимости ценных бумаг составляют суть модели оценки доходности финансовых активов с учетом систематического риска (Capital Asset Pricing Model, CAPM), разработанной лауреатом Нобелевской премии Уильямом Шарпом. Она была создана еще в 1960-е гг., однако до сих пор не утратила своей актуальности в финансовом секторе (см. гл. 2 “Концепции финансового менеджмента”).

*Модель оценки доходности финансовых активов с учетом систематического риска (CAPM)* — модель, описывающая связь между риском и ожидаемой доходностью, согласно которой ожидаемая доходность ценной бумаги равна безрисковой процентной ставке плюс премия, учитывающая систематический риск такой ценной бумаги.

Как и любая другая модель, CAPM упрощает реальное положение вещей, позволяет сделать определенные выводы о риске и размере премии за риск, необходимой для компенсации за принятие риска. Для простоты изложения будем рассматривать следующие возможности инвестирования. Первая — безрисковые ценные бумаги, доходы по которым известны. В качестве ставки используют ставку по государственным обязательствам США. Вторая — рыночный портфель ценных бумаг (т. е. портфель всех бумаг фондового рынка).

На рисунке 5.5 отражена характеристическая прямая, показывающая связь между избыточным доходом на определенную акцию и избыточным доходом на весь рыночный портфель.

Эта связь строится из прошлых соотношений. Избыточный доход определяется следующим образом: из дивидендов и цены на конец периода отнимается цена на начало периода и делится на цену на начало периода; из полученного соотношения вычитается безрисковая ставка. Характеристическая прямая наилучшим образом аппроксимирует эти данные.

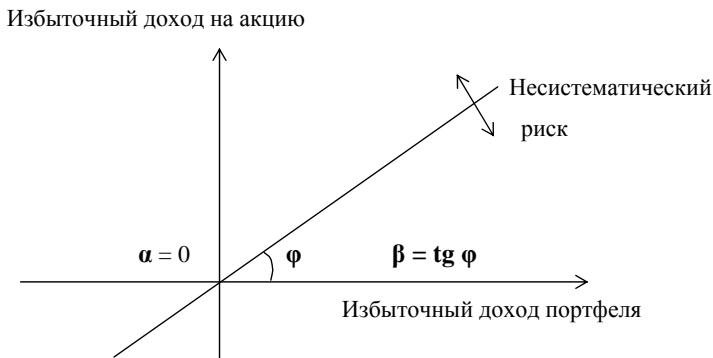


Рисунок 5.5 — Характеристическая прямая

*Характеристическая прямая* — прямая, показывающая соотношение между изменением дохода на акцию и изменением дохода на рыночный портфель.

Альфа-коэффициент ( $\alpha$ -коэффициент) находится на пересечении характеристической линии и вертикальной оси (рисунок 5.6).

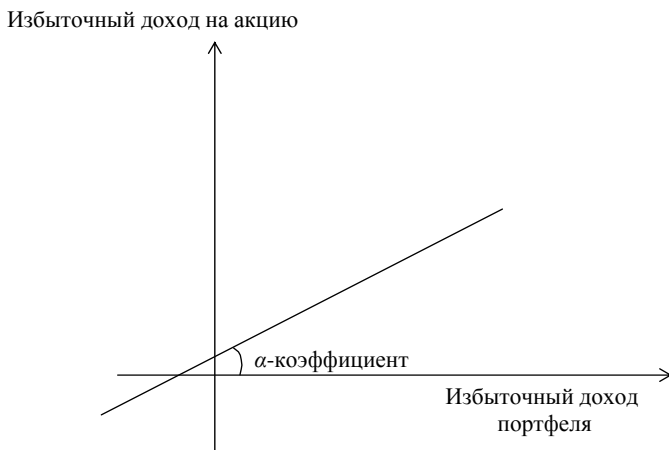


Рисунок 5.6 — Характеристическая прямая  
(расчет  $\alpha$ -коэффициента)

Если ожидается, что избыточный доход на рыночный портфель равен нулю, то альфа представляет ожидаемый избыточный доход на акцию. Теоретически альфа для отдельных акций должна быть равна нулю. Если имеют место проблемы статистического измерения и/или неравновесное состояние рынка альфа может отличаться от нуля.

Бета-коэффициент ( $\beta$ -коэффициент) измеряет уровень реакции дохода на акцию на изменение дохода на рыночный портфель:

$$\beta = \operatorname{tg} \varphi.$$

Чем больше угол наклона характеристической линии, тем больше ее систематический риск.

Если  $\beta$ -коэффициент равен 1, это значит, что дополнительная доходность акции изменяется соразмерно дополнительной доходности рыночного портфеля. Другими словами, акция характеризуется таким же систематическим риском, что и рынок в целом. Если рынок на подъеме и предлагает дополнительную доходность 5% в месяц, можно ожидать, что в среднем дополнительная доходность акции также составит 5%.

Если  $\beta$ -коэффициент выше 1, то дополнительная доходность акции растет быстрее рыночного портфеля. Если взглянуть на это с другой стороны, можно сказать, что такая ценная бумага характеризуется бóльшим неизбежным риском, чем рынок в целом. Этот вид акций часто называют “агрессивными”.

Если  $\beta$ -коэффициент меньше 1, говорят, что рост дополнительной доходности акции отстает от возрастания дополнительной доходности рыночного портфеля. И такой вид акций называют “оборонительным”.

Бета-коэффициент — показатель систематического рыночного риска. Этот риск, как уже отмечалось, нельзя устранить путем диверсификации, инвестируя в большее число акций, поскольку он зависит от таких вещей, как изменения в экономической и политической ситуации, влияющие на весь фондовый рынок.

Для расчета  $\beta$ -коэффициента рассмотрим рисунок 5.7.

Избыточный доход на акцию

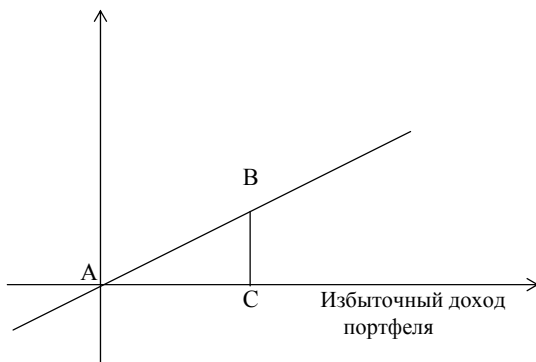


Рисунок 5.7 — Характеристическая прямая  
(расчет  $\beta$ -коэффициента)

Пусть:

$|BC|$  — избыточный доход акции (актива);

$|AC|$  — избыточный доход портфеля;

$K_{BB}$  — безрисковая доходность (ставка);

$K_{PB}$  — ожидаемая доходность портфеля, состоящего из всех акций фондового рынка (или рыночного портфеля), %;

$K_i$  — ожидаемая доходность акции  $i$ -й компании, %;

$\beta$  — бета-коэффициент акций, доли ед.

Тогда

$$\beta = \operatorname{tg} \angle BAC = \frac{|AB|}{|AC|} \quad (\text{по определению});$$

$$|BC| = K_i - K_{BB} \quad (\text{по определению});$$

$$|AC| = K_{PB} - K_{BB} \quad (\text{по определению});$$

$$|BC| = |AC| \times \beta \quad (\text{из рисунка 5.7});$$

$$K_i - K_{BB} = (K_{PB} - K_{BB}) \times \beta,$$

или

$$K_i = K_{BB} + (K_{PB} - K_{BB}) \times \beta.$$

Если  $\alpha \neq 0$ , то формула примет вид:

$$K_i = K_{\text{ББ}} + (K_{\text{РБ}} - K_{\text{ББ}}) \times \beta + \alpha.$$

**Пример 5.9.** Определите требуемую норму доходности по акциям организации, если безрисковая ставка составляет 8%, ожидаемая норма доходности по рыночному портфелю равна 13%,  $\beta$ -коэффициент по акциям рассматриваемой организации — 0,65.

Решение:

$$K = 0,08 + (0,13 - 0,08) \times 0,65 = 0,1125 \times 100\% = 11,25\%.$$

Важным свойством модели САРМ является ее линейность относительно уровня риска, что дает возможность определить  $\beta$ -коэффициент фондового портфеля как средневзвешенную величину коэффициентов, входящих в портфель финансовых инструментов:

$$\beta_{\text{фп}} = \sum_{j=1}^n \beta_j \times d_j,$$

где  $\beta_{\text{фп}}$  — значение  $\beta$ -коэффициента фондового портфеля компании;

$\beta_j$  — значение  $\beta$ -коэффициента  $j$ -го финансового инструмента (акции) в портфеле компании;

$d_j$  — доля  $j$ -го финансового инструмента (акции) в портфеле компании;

$n$  — количество различных видов финансовых инструментов (акций) в портфеле ( $j = 1, 2, 3, \dots, n$ ).

Ценовая модель рынка капитала САРМ подвергалась жесткой критике по двум причинам:

- с одной стороны, она однофакторная;
- с другой стороны, эмпирически невозможно проверить, действительно ли рыночный портфель принадлежит эффективному множеству.

Однако в реальной практике модель широко используется до сих пор для определения общей стоимости капитала организации и требуемой нормы доходности для отдельных финансовых инструментов, включаемых в инвестиционный портфель.

С целью преодоления отмеченных недостатков САРМ в более поздние годы появились: многофакторная модель арбитраж-

ного ценообразования (АРТ), модель ценообразования опционов (ОРТ) (см. гл. 2 “Концепции финансового менеджмента”).

Другие предлагаемые модели пока не получили развития в силу сложности их использования и недостаточного развития фондового рынка РФ.

## Резюме

Финансовый менеджер, принимая решение, в первую очередь оценивает, каким образом это повлияет на стоимость компании. Для этого необходимо знать общие методики оценки ценных бумаг.

Ниже перечислены основные понятия, которые рассматривались в этой главе.

1. В соответствии со ст. 142 гл. 7 ГК РФ ценная бумага — это документ, удостоверяющий с соблюдением установленной формы и обязательных реквизитов имущественные права, осуществление или передача которых возможны только при его предъявлении.

С экономической точки зрения, ценная бумага представляет собой форму существования капитала, которая обращается на рынке как товар и приносит доход. При этом сам капитал в товарной или денежной форме у владельца отсутствует, но имеются все права на него, зафиксированные в ценной бумаге.

2. Совокупность ценных бумаг, принадлежащих инвестору, с указанием их количества представляет собой портфель ценных бумаг.

Цель формирования портфеля — улучшить условия инвестирования свободных денежных средств.

3. Тип портфеля — его инвестиционная характеристика, основанная на соотношении дохода и риска. Типы портфелей ценных бумаг классифицируют:

- по целям формирования инвестиционного дохода: *портфель роста; портфель дохода; портфель роста и дохода;*
- по уровню инвестиционного риска: *агрессивный; консервативный; умеренный.*

4. Основными качествами, которые должны учитываться при формировании портфеля ценных бумаг, являются: ликвидность; налоговые льготы; отраслевая принадлежность.

5. Основным принципом оптимизации портфеля ценных бумаг является принцип диверсификации вложений, т. е. распределения вложений между множеством разных по инвестиционным качествам ценных бумаг с целью снижения риска общих потерь и повышения совокупной доходности.

6. На практике существуют два способа управления портфелем ценных бумаг предприятия: самостоятельный и трастовый.

7. Этапы по формированию и управлению портфелем ценных бумаг:

- исследование внешней инвестиционной среды и прогнозирование деловой ситуации на финансовом рынке;
- разработка стратегических направлений инвестиционной деятельности;
- разработка стратегии формирования инвестиционных ресурсов для реализации выбранной стратегии инвестирования;
- поиск и оценка инвестиционной привлекательности отдельных видов ценных бумаг для включения их в фондовый портфель;
- формирование инвестиционного портфеля и его оценка по критериям доходности и ликвидности;
- организация текущего управления фондовым портфелем (его мониторинга);
- подготовка решений о продаже отдельных финансовых активов, реинвестировании высвобождаемого капитала.

8. Основными характеристиками ценной бумаги являются: внутренняя стоимость, цена, доходность, риск, ликвидность.

9. Согласно российскому законодательству к ценным бумагам относятся: акция, облигация, вексель, коносамент, банковская сберегательная книжка на предъявителя, депозитный сертификат, опцион эмитента, закладная, сберегательный сертификат, чек и др.

В рыночной экономике главное внимание уделено так называемым “инвестиционным” ценным бумагам — акциям и облигациям.

10. Стоимость привилегированной акции равняется величине заранее установленных годовых дивидендов на одну акцию, деленных на требуемую инвестором ставку доходности.

11. Рыночная цена обыкновенной акции ( $P_0$ ) зависит от величины дивидендов ( $D_1$ ), требуемой доходности ( $K_s$ ) и темпа роста дивидендов ( $g$ ).

$$P_0 = \frac{D_1}{K_s - g}.$$

12. Облигация — долговое обязательство, выпускаемое компанией или государством, поэтому ее владелец выступает как кредитор эмитента.

13. В современной мировой практике ценные бумаги подразделяются на два больших класса:

- 1-й класс — основные ценные бумаги;
- 2-й класс — производные ценные бумаги.

Основные ценные бумаги, в свою очередь, можно разбить на две подгруппы: первичные и вторичные ценные бумаги. Первичные ценные бумаги — это, например, акции, облигации, векселя и др. Вторичные ценные бумаги — это ценные бумаги, выпускаемые на основе первичных ценных бумаг; это ценные бумаги на сами ценные бумаги: депозитарные расписки, варранты на ценные бумаги и др.

14. Для инвесторов, которые хотят приобрести ценные бумаги иностранных компаний, привлекательным объектом инвестиций являются депозитарные расписки.

Главным образом, выделяют два вида расписок: американские депозитарные расписки (АДР) и глобальные депозитарные расписки (ГДР).

15. При оценке любого финансового инструмента основой принятия решения является позитивное соотношение между риском и ожидаемым доходом.

Риск ценных бумаг определяется теми же показателями, как любой вид риска: математическим ожиданием доходности (ожидаемой доходностью  $M(Y)$ ), дисперсией ( $\sigma^2$ ), среднеквадратическим отклонением ( $\sigma$ ), коэффициентом вариации ( $V$ ), размахом колебаний ( $\Delta$ ).



16. Доходность портфеля — это линейная функция показателей доходности входящих в него активов, и определяется она по формуле средней арифметической взвешенной.

17. Целесообразность объединения ценных бумаг в портфеле можно определить с помощью коэффициентов ковариации и корреляции.

18. Общий риск ценной бумаги (или портфеля) складывается из двух компонентов: систематического и несистематического рисков. Первая часть, также называемая неизбежным, или недиверсифицируемым риском, является систематической в том смысле, что влияет на все ценные бумаги, хотя и в разной степени.

Несистематический риск связан с самой организацией и не зависит от общей динамики рынка. Может быть устранен посредством должной диверсификации.

19. В условиях рыночного равновесия ожидаемая доходность ценной бумаги должна быть соизмерима с ее систематическим риском, т. е. риском, которого нельзя избежать с помощью диверсификации. *Модель оценки доходности финансовых активов с учетом систематического риска (САРМ)* формально описывает соотношение между риском и доходность ценных бумаг.

20. Мера систематического риска, присущего ценной бумаге, определяется по характеристической прямой. Она описывает взаимосвязь между ожидаемой дополнительной доходностью акции (доходностью сверх безрисковой процентной ставки) и ожидаемой дополнительной рыночной доходностью. Наклон данной прямой, называемый коэффициентом “бета”, является показателем систематического риска. Чем больше коэффициент “бета”, тем выше неизбежный риск ценной бумаги.

## Глава 6. СТОИМОСТЬ И СТРУКТУРА КАПИТАЛА, ДИВИДЕНДНАЯ ПОЛИТИКА

---

*В основе всего, что люди создают и воздвигают, таятся деньги. Они невидимы, как кровь в теле, но имеют такое же решающее значение для человека и всего, что ему принадлежит.*

Иво Андрич

### **Цели изучения темы:**

- ❖ формирование представлений об основах управления капиталом организации;
- ❖ получение знаний о формировании структуры и стоимости капитала, дивидендной политике;
- ❖ приобретение навыков определения стоимости капитала и эффекта финансового рычага.

### **6.1. Общие основы управления капиталом организации**

*Капитал* — ключевое понятие финансового менеджмента. Характеризует общую ценность финансовых ресурсов, вложенных в организацию в денежной, материальной и нематериальной формах с целью извлечения прибыли. По определению марксистской политической экономии — самовозрастающая ценность (в русском переводе — стоимость).

Капитал является понятием многогранным, что находит отражение в следующем:

- капитал является одним из основных факторов производства;
- капитал характеризует финансовые ресурсы организации, приносящие доход;
- капитал является главным источником формирования благосостояния собственников бизнеса;
- капитал характеризует вклад собственников в бизнес;
- капитал является главным измерителем рыночной цены организации;
- динамика капитала организации является барометром эффективности финансовой и хозяйственной деятельности организации.

Систематизация видов капитала, отражающая его различные грани, приведена в таблице 6.1.

Таблица 6.1. — Систематизация видов капитала

Признак классификации	Виды капитала
1	2
1. По источникам	
По праву собственности	Собственный Заемный
По источникам привлечения	Привлекаемый из внутренних источников Привлекаемый из внешних источников
По национальной принадлежности владельцев	Национальный (отечественный) Иностранный
По формам собственности	Частный Государственный
2. По формам привлечения	
По организационно-правовым формам	Акционерный Складочный Паевой Индивидуальный
По натурально-вещественной форме	В денежной форме В финансовой форме В материальной форме В нематериальной форме

# Окончание таблицы 6.1

1	2
По временному периоду привлечения	Долгосрочный Краткосрочный
3. По характеру использования	
По сферам использования в экономике	Используемый в реальном секторе экономики Используемый в финансовом секторе экономики
По направлениям использования в финансовой и хозяйственной деятельности	Используемый как инвестиционный ресурс Используемый как производственный ресурс Используемый как кредитный ресурс
По срокам использования объектов инвестирования	Основной Оборотный
По первичности использования в инвестиционном процессе	Первоначально инвестируемый Реинвестируемый Дезинвестируемый
По эффективности использования	Работающий (“живой”) Неработающий (“мертвый”)
По соответствию правовым нормам использования	Легальный “Теневой”
По уровню риска использования	Безрисковый Низкорисковый Среднерисковый Высокорисковый

Рассмотрим более подробно отдельные виды капитала, привлекаемого и используемого организацией, в соответствии с приведенной его систематизацией по основным признакам.

**По праву собственности** формируемый организацией капитал подразделяется на два основных вида — собственный и заемный. В системе источников привлечения капитала такое его подразделение носит определяющий характер. *Собственный капитал* характеризует общую стоимость финансовых ресурсов организации, принадлежащих ей на правах собственности и используемых ею для формирования определенной части ее активов. Собственный капитал и есть та собственность, которая принадлежит собственникам бизнеса. *Заемный капитал* харак-

теризует привлекаемые для финансирования развития организации на возвратной основе денежные средства или другие имущественные ценности. Все формы заемного капитала, используемого организацией, представляют собой его финансовые обязательства, подлежащие погашению в предусмотренные сроки.

**По источникам привлечения** по отношению к организации выделяют капитал, привлекаемый из внутренних источников и из внешних. Капитал, *привлекаемый из внутренних источников*, характеризует собственные и заемные финансовые средства, формируемые непосредственно в организации для обеспечения ее развития. Основу собственных финансовых средств, формируемых из внутренних источников, составляет капитализируемая часть чистой прибыли предприятия (“нераспределенная прибыль”). Здесь следует отметить, что нераспределенная прибыль — прибыль, нераспределенная собственникам (в виде дивидендов). Основу заемных финансовых ресурсов, формируемых внутри организации, составляют краткосрочные обязательства по расчетам.

Капитал, *привлекаемый из внешних источников*, характеризует ту его часть, которая формируется вне пределов организации. Она охватывает привлекаемый со стороны как собственный, так заемный капитал.

**По национальной принадлежности владельцев** капитала, предоставляющего его в хозяйственное использование, различают *национальный* (отечественный) и *иностранный капитал*, инвестированный в организацию.

**По формам собственности**, предоставляемого организации выделяют *частный* и *государственный капитал*. Эта классификация капитала используется, прежде всего, в процессе формирования уставного капитала организации. Она служит основой соответствующей классификации организаций по формам собственности.

**По организационно-правовым формам** привлечения капитала организацией выделяют акционерный, складочный, паевой и индивидуальный виды. Такое разделение капитала соответству-

ет обобщенной классификации организаций по организационно-правовым формам деятельности.

*Акционерный капитал* формируется организациями, созданными в форме акционерных обществ открытого или закрытого типа. Такие корпоративные организации имеют широкие возможности формирования капитала из внешних источников путем эмиссии акций. При достаточно высокой инвестиционной привлекательности таких организаций их акционерный капитал может быть сформирован с участием зарубежных инвесторов. Основными характеристиками акционерного капитала являются: опосредованность ценными бумагами-акциями; невозможность изъятия капитала из акционерного общества (за исключением решения о его ликвидации), ограниченная ответственность (т. е. ответственность только в пределах вложенного капитала).

*Складочный капитал* формируется полными товариществами, товариществами на вере. *Паевой фонд (капитал)* формируется организациями потребительской кооперации и паевыми инвестиционными фондами. Особенностью пая является возможность его изъятия.

*Индивидуальный капитал* характеризует форму его привлечения при организации бизнеса предпринимателями без образования юридического лица. В зарубежной практике индивидуальные организации являются наиболее массовыми, составляя 70–75% общего числа всех организаций.

*По натурально-вещественным формам* привлечения современная экономическая теория выделяет следующие виды капитала: в денежной форме; в финансовой форме; в материальной форме; в нематериальной форме. Инвестирование капитала в этих формах разрешено законодательством при создании новых организаций, увеличении объема их уставных (складочных) капиталов (фондов).

*Капитал в денежной форме* является наиболее распространенным его видом, привлекаемым организацией. Универсальность этого вида капитала проявляется в том, что он легко может быть трансформирован в любую форму капитала, необходимого организации для осуществления хозяйственной деятельности.

*Капитал в финансовой форме* привлекается организацией в виде разнообразных финансовых инструментов, вносимых в его уставный (складочный) капитал (фонд). Такими финансовыми инструментами могут выступать акции, облигации и другие их виды.

*Капитал в материальной форме* привлекается организацией в виде разнообразных капитальных товаров (машин, оборудования, зданий, помещений), сырья, материалов, полуфабрикатов, потребительских товаров и др.

*Капитал в нематериальной форме* привлекается организацией в виде разнообразных нематериальных активов (например, патентов или лицензий).

**По временному периоду привлечения** выделяют капитал *долгосрочный* со сроком использования более одного года и *краткосрочный* — до одного года.

**По сферам использования в экономике** капитал в существующей финансовой и хозяйственной практике подразделяется на два основных вида — используемый в реальном и финансовом секторах экономики. Такое подразделение капитала носит несколько условный характер, так как базируется на соответствующей классификации организаций, а не реальных операций с капиталом, совершаемых в различных секторах экономики. Действительно, привлечение капитала для осуществления реального инвестиционного проекта может быть оформлено выпуском ценных бумаг.

*Капитал, используемый в реальном секторе экономики*, в основном характеризует его совокупность, задействованную в организациях этого сектора — в промышленности, на транспорте, в сельском хозяйстве, в торговле и т. п. (хотя определенная часть капитала этих организаций может быть связана с операциями на финансовом рынке).

*Капитал, используемый в финансовом секторе экономики*, в основном характеризует его совокупность, задействованную в разнообразных финансовых институтах (учреждениях) — в коммерческих банках, инвестиционных фондах и компаниях, страховых организациях и т. п. (хотя определенная часть капитала

этих финансовых учреждений может быть непосредственно задействована в процессах реального инвестирования или производственного использования).

**По направлениям использования в финансовой и хозяйственной деятельности** выделяют капитал, используемый как инвестиционный ресурс; как производственный ресурс; как кредитный ресурс.

*Капитал, используемый как инвестиционный ресурс*, составляет определенную часть капитала организаций, как реального, так и финансового секторов экономики, задействованную непосредственно в инвестиционном процессе. На организациях первой группы эта часть капитала используется преимущественно для осуществления реального инвестирования (в том числе, в форме капитальных вложений), а в организациях второй группы — для осуществления финансового инвестирования (как правило, в форме вложений в ценные бумаги).

*Капитал, используемый как производственный ресурс*, составляет преимущественную часть капитала организаций реального сектора экономики. Эта часть их капитала задействована в непосредственном производстве продукции (товаров, услуг).

*Капитал, используемый как кредитный ресурс*, составляет преимущественную часть капитала таких учреждений финансового сектора экономики, как коммерческие банки и другие кредитные институты. В определенной мере капитал как кредитный ресурс может использоваться в разрешенных законодательством формах и иными финансовыми институтами (например, лизинговыми компаниями). Использование части капитала для предоставления товарного (коммерческого) кредита организациями реального сектора экономики к рассматриваемому виду не относится (этот вид операций осуществляется ими за счет капитала, используемого как производственный ресурс).

**По срокам использования объектов инвестирования** выделяют основной и оборотный капитал организации. *Основной капитал* характеризует ту часть используемого организацией капитала, который инвестирован во все виды его внеоборотных активов: в нематериальные, долгосрочные финансовые вложения,



незавершенное строительство, основные средства, т. е. во все виды внеоборотных активов. *Оборотный капитал* — это часть капитала организации, инвестированного в ее оборотные активы.

***По первичности использования в инвестиционном процессе*** выделяют первоначально инвестируемый, реинвестируемый и дезинвестируемый виды капитала. Перечисленные виды характеризуют движение используемого капитала по отношению к конкретному объекту (инструменту) инвестирования.

*Первоначально инвестируемый капитал* характеризует объем изначально сформированных инвестиционных ресурсов, направленных на финансирование конкретного объекта (инструмента) инвестирования (или определенную их совокупность — “инвестиционный портфель”).

*Реинвестируемый капитал* характеризует повторное его вложение в конкретный объект или инструмент инвестирования за счет средств возвратного чистого денежного потока (чистой прибыли, амортизационных отчислений и т. п.).

*Дезинвестируемый капитал* характеризует частичное его изъятие из соответствующего объекта инвестирования или инвестиционного портфеля в целом (путем распределения прибыли собственникам).

***По эффективности использования*** в теории и практике финансового менеджмента выделяют работающий и неработающий капитал.

*Работающий капитал* характеризует ту его часть, которая принимает непосредственное участие в формировании доходов и обеспечении операционной или инвестиционной деятельности организации.

*Неработающий капитал* (или “мертвый” капитал в рамках организации) характеризует ту его часть, которая авансирована в активы, не принимающие непосредственного участия в осуществлении различных видов операционной или инвестиционной деятельности организации и формировании ее доходов. Примером этого вида капитала являются средства организации, авансированные в неиспользуемые помещения и оборудование; запасы сырья и материалов для продукции, снятой

с производства; готовая продукция, на которую полностью отсутствует спрос покупателей в связи с утратой ею потребительских качеств и т. п.

**По соответствию правовым нормам использования** выделяют *легальный* и *“теневой”* капитал, используемый в хозяйственной деятельности организаций.

**По уровню риска** используемый капитал подразделяется на четыре основные группы — *безрисковый капитал*; *низкорисковый капитал*; *среднерисковый капитал*; *высокорисковый капитал*.

*Безрисковый капитал* характеризует ту его часть, которая используется для осуществления без рискованных операций, связанных с производственной или инвестиционной деятельностью организаций.

*Низкорисковый капитал* характеризует его использование в производственных и инвестиционных операциях, уровень риска которых ниже среднерыночного.

*Среднерисковый капитал* характеризует ту его часть, которая задействована в операциях производственного или инвестиционного характера, уровень риска которых примерно соответствует среднерыночному.

*Высокорисковый* (венчурный, спекулятивный) капитал характеризует использование его в операционной деятельности, основанной на принципиально новых технологиях и связанной с выпуском принципиально новых продуктов (так называемый венчурный капитал), или в инвестиционной деятельности, связанной с финансовым инвестированием в высокорисковые (спекулятивные) инструменты (так называемый спекулятивный капитал).

Несмотря на довольно значительный перечень рассмотренных классификационных признаков, он тем не менее не отражает всего многообразия видов используемого капитала организации, задействованных в научной терминологии и практике финансового менеджмента.

К основным задачам управления капиталом организации относятся:

1. *Формирование достаточного объема капитала, обеспечивающего необходимые темпы развития организации.* Эта задача реализуется путем определения общей потребности в капитале для финансирования необходимых организации активов, формирования схем финансирования оборотных и внеоборотных активов, разработки системы мероприятий по привлечению различных форм капитала из предусматриваемых источников.

2. *Оптимизация распределения сформированного капитала по видам деятельности и направлениям использования.* Эта задача реализуется путем исследования возможностей наиболее эффективного использования капитала в отдельных видах деятельности организации и хозяйственных операциях; формирования пропорций предстоящего использования капитала, обеспечивающих достижение условий наиболее эффективного его функционирования и роста рыночной стоимости организации.

3. *Обеспечение условий достижения высокой доходности капитала при предусматриваемом уровне финансового риска.* Высокая доходность (рентабельность) капитала может быть обеспечена на стадии его формирования за счет минимизации средневзвешенной его стоимости, оптимизации соотношения собственного и заемного видов привлекаемого капитала, привлечения его в таких формах, которые в конкретных условиях хозяйственной деятельности организации генерируют наиболее высокий уровень прибыли. Решая эту задачу, необходимо иметь в виду, что высокий уровень доходности капитала достигается, как правило, при существенном возрастании уровня финансовых рисков, связанных с его формированием, так как между этими двумя показателями существует прямая связь. Поэтому высокая доходность формируемого капитала должна обеспечиваться в пределах приемлемого финансового риска, конкретный уровень которого устанавливается собственниками или менеджерами организации с учетом их финансового менталитета (отношения к степени приемлемого риска при осуществлении хозяйственной деятельности).

4. *Обеспечение минимизации финансового риска, связанного с использованием капитала, при предусматриваемом уровне*

его доходности. Если уровень доходности формируемого капитала задан или спланирован заранее, важной задачей является снижение уровня финансового риска операций, обеспечивающих достижение этой доходности. Такая минимизация уровня рисков может быть обеспечена путем диверсификации форм привлекаемого капитала, оптимизации структуры источников его формирования, избежания отдельных финансовых рисков, эффективных форм их внутреннего и внешнего страхования. Следует сказать, что проведенные исследования по анализу характера принимаемых менеджерами решений показывают, что менеджеры склонны скорее снижать риск при достижении заданной доходности, чем добиваться повышения доходности при заданном риске.

5. *Обеспечение постоянного финансового равновесия организации в процессе ее развития.* Такое равновесие характеризуется высоким уровнем финансовой устойчивости и платежеспособности организации на всех этапах ее развития и обеспечивается формированием оптимальной структуры капитала и его авансированием в необходимых объемах в высоколиквидные виды активов.

6. *Обеспечение достаточного уровня финансового контроля над организацией со стороны ее собственников.* Такой финансовый контроль юридически обеспечивается сохранением контрольного пакета акций (контрольной доли в паевом капитале) в руках первоначальных учредителей организации. На стадии последующего формирования капитала в процессе развития организации необходимо следить за тем, чтобы привлечение собственного капитала из внешних источников не привело к утрате финансового контроля и поглощению организации сторонними инвесторами. Однако, как нами уже отмечалось, фактический финансовый контроль достигается с помощью специальных мер на основе использования концепции “агентских отношений”.

7. *Обеспечение достаточной финансовой гибкости организации.* Она характеризует способность организации быстро формировать на финансовом рынке необходимый объем дополни-

тельного капитала при неожиданном появлении высокоэффективных инвестиционных предложений. Необходимая финансовая гибкость обеспечивается в процессе формирования капитала за счет оптимизации соотношения собственных и заемных его видов, долгосрочных и краткосрочных форм его привлечения, снижения уровня финансовых рисков, своевременных расчетов с инвесторами и кредиторами.

8. *Оптимизация оборота капитала.* Эта задача решается путем эффективного управления потоками различных форм капитала в процессе отдельных циклов его кругооборота в организации; обеспечением синхронности формирования отдельных видов потоков капитала, связанных с операционной или инвестиционной деятельностью. Одним из результатов такой оптимизации является минимизация средних размеров капитала, временно не используемого в хозяйственной деятельности организации и не участвующего в формировании ее доходов.

9. *Обеспечение своевременного реинвестирования капитала.* В связи с изменением условий внешней экономической среды или внутренних параметров хозяйственной деятельности организации, ряд направлений и форм использования капитала могут не обеспечивать предусматриваемый уровень ее доходности. В связи с этим важную роль приобретает своевременное реинвестирование капитала в наиболее доходные активы и операции, обеспечивающие необходимый уровень его эффективности в целом.

10. Важной задачей управления капитала является достижение *достаточного уровня выплат на вложенный собственником капитал*. Никогда не следует упускать из вида тот факт, что собственник коммерческой организации вложил свой капитал с целью его возврата в увеличенном виде. Недостаточное понимание руководителями, специалистами и даже самими собственниками этой цели в российской экономике практически отражается в характере принимаемых ими решений, а теоретически отражено в концепции “учета целей управления”. В некоммерческих организациях использование средств, вложенных собственником, также должно быть направлено на достижение его (т. е. собственника средств) целей.

## 6.2. Определение стоимости капитала

Общая сумма средств, которую нужно уплатить за использование определенного объема привлекаемых на рынке капитала финансовых ресурсов, выраженная в процентах к этому объему, называется *стоимостью капитала*.

Появление затрат, связанных с привлечением капитала, объясняется двумя причинами: оборачиваемостью и риском. Во-первых, инвестор предполагает иметь свою долю в доходе, который получает финансовый реципиент, пуская привлеченный капитал в оборот. Во-вторых, для инвестора предоставление средств на долгосрочной основе — весьма рискованное мероприятие. Поэтому инвестор требует платы за предоставление финансовых ресурсов.

Стоимость капитала количественно выражается в сложившихся в организации относительных годовых расходах по обслуживанию своей задолженности перед собственниками, инвесторами и кредиторами, т. е. это относительный показатель, измеряемый в процентах.

В общем случае стоимость капитала определяется затратами на его привлечение. Затраты на привлечение капитала, или затраты на капитал, по общепринятой терминологии — это сумма регулярных выплат, которую должна осуществлять компания владельцам капитала (проценты по облигациям, дивиденды по акциям, проценты за кредит и т. д.) из расчета суммы привлеченного капитала.

Следовательно, стоимость капитала представляет собой среднюю цену, которую акционерное общество платит за его привлечение из различных источников. Она определяется как средневзвешенная величина (СВСК), в зарубежной практике обозначается как WACC:

$$\text{СВСК(WACC)} = \sum_{i=1}^n k_i d_i, \quad (6.1)$$

где СВСК — средневзвешенная стоимость капитала, %;

$k_i$  — стоимость  $i$ -го финансового источника, %;

$d_i$  — доля  $i$ -го источника в общей сумме финансовых средств.

Как следует из формулы (6.1), стоимость капитала зависит от двух факторов:

- стоимости каждого источника финансовых средств;
- структуры капитала.

**Пример 6.1.** Организация использует для финансирования своей деятельности собственный капитал (обыкновенные акции) и заемный капитал (кредит банка). Стоимость кредита — 13% годовых, стоимость собственного капитала — 18% годовых (доходность альтернативных вложений). Следует определить средневзвешенную стоимость капитала, если удельный вес заемных источников составляет 25%.

Решение:

$$\text{СВСК} = 18 \times 0,75 + 13 \times 0,25 = 13,5 + 3,25 = 16,75\%.$$

Расчеты стоимости капитала позволяют выбрать наиболее дешевые из источников и на этой основе сформировать оптимальную структуру капитала. В связи с этим необходимо рассмотреть поэлементную стоимость капитала компании. Общая стоимость капитала компании (СВСК) может включать следующие составные элементы:

- стоимость собственного капитала в виде: обыкновенных акций; привилегированных акций; нераспределенной прибыли; амортизационных отчислений;
- стоимость заемного капитала в виде: кредитов; облигаций; лизинга.

*Стоимость собственного капитала в виде привилегированных акций* определяется делением годового дивиденда привилегированной акции на чистый доход от продажи привилегированной акции по формуле

$$K_s^{\text{па}} = \frac{D_{\text{па}}}{P_{\text{па}}} \times 100\% ,$$

где  $K_s^{\text{па}}$  — стоимость привилегированных акций, %;

$D_{\text{па}}$  — годовой дивиденд акций, руб.;

$P_{\text{па}}$  — рыночная цена привилегированной акции, руб.

При эмиссии привилегированных акций необходим учет затрат, связанных с их выпуском и размещением. В этом случае формула имеет вид:

$$K_s^{\text{па}} = \frac{D_{\text{па}}}{P_{\text{па}} \times (1 - 3)} \times 100\% , \quad (6.3)$$

где  $З$  — затраты, связанные с выпуском и размещением акций, доли единицы.

По привилегированным акциям выплачивается фиксированный размер дивидендов, который заранее определен.

**Пример 6.2.** Организация выпустила привилегированные акции с выплачиваемыми дивидендами в размере 400 руб. на акцию, имеющую рыночную цену 3000 руб. Затраты на размещение составляют 3%. Определить стоимость капитала в виде новых привилегированных акций.

Решение:

$$K_s^{\text{па}} = \frac{400}{3000 \times (1 - 0,03)} \times 100\% = 13,75\% .$$

*Стоимость собственного капитала в виде обыкновенных акций* обычно воспринимают как требуемую норму прибыли инвестора на обыкновенную акцию организации. Размер дивидендов по обыкновенным акциям заранее не определен и зависит от эффективности работы компании, поэтому рассчитывается требуемая или ожидаемая доходность на акцию. Эти два вида доходности используются как синонимы и равны, если рынок находится в равновесном состоянии.

Стоимость обыкновенного акционерного капитала может быть определена на основе моделей:

- модели М. Гордона;
- модели оценки доходности финансовых активов (CARP), или бета-метод.

Рыночная цена акции ( $P_{\text{pc}}$ ) зависит от величины дивидендов ( $D_1$ ), требуемой доходности ( $K_s$ ) и темпа роста дивидендов ( $g$ ), согласно базовой формуле М. Гордона (см. гл. 5 “Управление портфелем ценных бумаг”):



$$P_{pc} = \frac{D_0(1+g)}{K_s - g}, \text{ или } P_{pc} = \frac{D_1}{K_s - g}.$$

Отсюда стоимость капитала в виде обыкновенных акций в зависимости от характера развития (роста) акционерного общества может быть определена:

а) при отсутствии роста компании (нулевой рост):

$$K_s = \frac{D_0}{P_{pc}}, \quad (6.4)$$

где  $D_0$  — дивиденд, получаемый на одну акцию;

б) при постоянном росте компании:

$$K_s = \frac{D_0 \times (1+g)}{P_{pc}} + g, \quad (6.5)$$

где  $g$  — прогнозируемый темп прироста дивидендов.

Величина  $g$  может быть определена по статистическим данным с использованием модели оценки прироста нераспределенной прибыли по формуле

$$g = R_{cc} \times (1 - K_{PA}^{дл}),$$

где  $R_{cc}$  — рентабельность собственного капитала, %;

$K_{PA}^{дл}$  — доля дивидендов в прибыли, доли единицы.

При выпуске новых акций из номинальной цены должны исключаться затраты на их размещение:

$$K_s = \frac{D_0 \times (1+g)}{P_{pc} \times (1-3)} + g,$$

где 3 — затраты, связанные с выпуском и размещением акций, доли единицы.

**Пример 6.3.** Для развития компании будет проведена эмиссия акций, затраты на размещение которых составят 10% от номинальной цены. Цена обыкновенной акции 120 руб. Доход, получаемый на одну акцию, — 25 руб. Чистая прибыль прошлого года составила 355 997 млн руб. Дивиденды отчетного года —

71 200 млн руб. За последние 15 лет средняя доходность собственного капитала компании была равна 10%.

Следует определить стоимость обыкновенных акций нового выпуска.

Решение:

$$K_s = \frac{25 \cdot [1 + 0,10 \cdot (1 - 0,2)]}{120 \cdot (1 - 0,1)} + 0,08 = 0,33, \text{ или } 33\%.$$

Согласно второму способу, доходность обыкновенных акций ( $K_s$ ) определяется по формуле Уильяма Шарпа (см. гл. 5 “Управление портфелем ценных бумаг”):

$$K_s = K_{\text{ББ}} + (K_{\text{РБ}} - K_{\text{ББ}}) \times \beta,$$

где  $K_{\text{ББ}}$  — доходность безрисковых бумаг, %;

$K_{\text{РБ}}$  — средняя доходность рыночных бумаг, %;

$\beta$  — коэффициент риска, отражающий зависимость между доходностью рыночных ценных бумаг и доходностью ценных бумаг данной компании.

В этой формуле оценка стоимости обыкновенных акций производится на основе рыночных ожиданий доходности. В ней предполагается, что инвесторы, вкладывая свой капитал, ожидают получить доход не ниже, чем по безрисковым бумагам ( $K_{\text{ББ}}$ ), плюс ожидаемый по рынку дополнительный доход ( $K_{\text{РБ}} - K_{\text{ББ}}$ ) с учетом рискованности данных индивидуальных бумаг, определяемой  $\beta$ -коэффициентом.

$\beta$ -коэффициент показывает, насколько данная индивидуальная ценная бумага рискованнее, чем в среднем по рынку. Этот показатель, как и первые два, публикуется в изданиях фондовых рынков. Первой в Российской Федерации данные о бета-коэффициенте стала публиковать информационно-консалтинговая фирма “АК&М”.

Стоимость собственного капитала в виде нераспределенной прибыли ( $K_s^n$ ) тесно связана со стоимостью существующих обыкновенных акций, поскольку стоимость акционерного капитала, приобретенного за счет нераспределенной прибыли, явля-

ется той же самой, что и требуемая инвесторами норма прибыли с обыкновенных акций организации. Поэтому стоимость собственного капитала в виде нераспределенной прибыли определяется по стоимости обыкновенных акций:

$$K_s^n = K_s. \quad (6.6)$$

*Стоимость собственного капитала в виде амортизационных отчислений* равна средневзвешенной стоимости капитала до эмиссии новых акций, поскольку амортизационные отчисления образуются от всех фондов:

$$K_s^{am} = СВСК. \quad (6.7)$$

Исходя из этого, расчеты СВСК проводятся без включения амортизации. При определении общей суммы привлекаемых финансовых ресурсов амортизационные отчисления, оцениваемые по СВСК, прибавляются.

*Стоимость заемного капитала в виде банковских кредитов* обычно определяют на основе средней процентной ставки, которую компания должна заплатить, уменьшенной на налоговый корректор  $(1 - СтН)$ , по следующей формуле:

$$K_d = СтК \times (1 - СтН), \quad (6.8)$$

где  $K_d$  — стоимость кредитов, доли единицы;

$СтК$  — средняя процентная ставка за использование кредита, доли единицы;

$СтН$  — ставка налога на прибыль, доли единицы.

Средняя процентная ставка определяется по формуле

$$СтК = \frac{\text{Проценты к уплате (стр. 070 ф. № 2)}}{\text{Сумма кредитов (ф. № 1)}}.$$

Тогда стоимость заемного капитала в виде банковских кредитов компании ОАО “Глобэл Энерджи” в 20X8 г. составила:

$$K_d = (53\,551\,252 / 1\,074\,877\,077) \times (1 - 0,2) = 0,04, \text{ или } 4,0\%.$$

*Стоимость заемного капитала в виде финансового лизинга.* Преимуществом лизинга является включение лизинговых

платежей в себестоимость продукции и, следовательно, снижение налогооблагаемой базы и экономия на налогах. В условиях России величина лизинговых платежей определяется согласно Федеральному закону от 29 октября 1998 г. № 164-ФЗ “О финансовой аренде (лизинге)”. Лизинговый платеж включает две составляющие:

а) постепенный возврат суммы основного долга. Он представляет собой годовую норму амортизации актива, привлекаемого на условиях финансового лизинга, в соответствии с которым после его оплаты актив передается в собственность арендатора;

б) стоимость непосредственного обслуживания лизингового долга.

С учетом этих особенностей стоимость финансового лизинга оценивается по формуле

$$K_d^l = [(I_{\text{фл}} - H_a)(1 - \text{СтН})]/(1 - Z_{\text{фл}}), \quad (6.9)$$

где  $K_d^l$  — стоимость заемного капитала, привлекаемого на условиях финансового лизинга, %;

$I_{\text{фл}}$  — годовая лизинговая ставка, %;

$H_a$  — годовая норма амортизации актива, привлекаемого на условиях финансового лизинга;

$\text{СтН}$  — ставка налога на прибыль, доли единицы;

$Z_{\text{фл}}$  — уровень расходов по привлечению актива на условиях финансового лизинга к стоимости этого актива, доли единицы.

*Стоимость заемного капитала в виде облигаций* — это величина доходности, которую облигации должны обеспечить их держателям.

Многие авторы учебников по финансовому менеджменту для определения доходности рекомендуют упрощенные формулы.

Так, доходность безотзывных облигаций с постоянным доходом может быть рассчитана по формуле

$$K_d^o = [C(1 - \text{СтН}) + (P_{\text{нс}} - P_{\text{рс}}) / n] / [(P_{\text{нс}} + P_{\text{рс}}) / 2], \quad (6.10)$$

где  $K_d^o$  — стоимость облигации, %;

С — купонные выплаты, руб.;

СтН — ставка налога на прибыль, доли единицы;

n — срок действия облигации;

$P_{нс}$  — номинальная цена облигации, руб.;

$P_{рс}$  — рыночная цена облигации, руб.

**Пример 6.4.** Облигация номинальной стоимостью 1000 руб., выпущенная на 10 лет с купонной выплатой 12%, продается с учетом затрат на размещение по 895 руб. Ставка налога на прибыль — 20%. Определить доходность облигации.

Решение:

$$K_d^o = [120 (1 - 0,2) + (1000 - 895) / 10] : \\ : [(1000 + 895) / 2] = 0,112, \text{ или } 11,2\%.$$

Следует помнить о сложностях, которые появляются при привлечении заемного капитала в виде облигаций. Не каждая организация может выпустить облигации и разместить их на открытом рынке, не опасаясь, что облигации не будут востребованы. Стоимость этого источника гораздо более стохастична по сравнению со стоимостью банковского кредита. Хотя разные организации могут получать кредиты на разных условиях, тем не менее вариация процентных ставок в этом случае в целом известна и предсказуема. Что же касается ожидаемой и фактической стоимости капитала облигационного займа, то здесь исход может быть совершенно непредсказуемым. На стоимость этого источника влияют затраты на выпуск и размещение, а также рейтинг облигаций.

*Стоимость заемного капитала в виде кредиторской задолженности* характерна для российских компаний. Стоимость заемного капитала в виде кредиторской задолженности поставщикам и подрядчикам определяется прямым способом через отношение суммы штрафов и пени, уплаченных компанией, к величине кредиторской задолженности по формуле

$$K_d^{KЗ} = Y / KЗ_{\text{ит}} \times (1 - \text{СтН}), \quad (6.11)$$

где  $K_d^{KЗ}$  — стоимость заемного капитала в виде кредиторской задолженности поставщикам и подрядчикам;

У — сумма штрафов, пени, уплаченных поставщикам и подрядчикам, отражается в ф. № 2 “Расшифровка отдельных прибылей и убытков” или определяется по данным управленческого учета;

$KZ_{\text{пп}}$  — величина кредиторской задолженности поставщикам и подрядчикам (ф. № 1, стр. 621).

Поскольку согласно НК РФ (ст. 265) в состав внереализационных расходов входят расходы в виде штрафов, пеней и (или) иных санкций за нарушение договорных обязательств, то стоимость кредиторской задолженности поставщикам и подрядчикам приводится к посленалоговой базе.

Тогда стоимость заемного капитала в виде кредиторской задолженности компании ОАО “Глобэл Энерджи” в 20X8 г. является незначительной и составила 0,05%:

$$K_d^{\text{кз}} = 87\,034 / 149\,821\,281 \times (1 - 0,2) = 0,0005, \text{ или } 0,05\%.$$

Стоимость капитала компании может быть определена по данным ее финансовой отчетности: это текущая стоимость капитала организации, исчисленная по сложившейся структуре капитала.

Расчет стоимости капитала компании ОАО “Глобэл Энерджи” в 20X8 г. приведен в таблице 6.2.

Таблица 6.2 — Расчет стоимости капитала ОАО “Глобэл Энерджи” в 20X8 г.

Вид финансовых средств	Сумма, тыс. руб.	Доля	Стоимость источников финансовых средств, %
1. Собственный капитал, всего	3 955 522 367	0,79	12
2. Заемный капитал, всего, из него:	1 074 877 077	0,21	4,0
— долгосрочные и краткосрочные кредиты	925 055 796	0,18	
— кредиторская задолженность поставщикам и подрядчикам	149 821 281	0,03	
ВСЕГО	5 030 399 444	1,0	-
$СВСК = (0,79 \times 12) + (0,18 \times 4,0) + (0,03 \times 0,05) = 10,2\%$			

Таким образом, СВСК — средневзвешенная величина из стоимостей капитала по различным источникам средств, взве-

шенная по доле каждого из источников в общей сумме инвестиций.

В случае привлечения дополнительного капитала организация формирует новую структуру капитала и на ее основе рассчитывает целевую стоимость капитала — ценовой ориентир при покупке дополнительного капитала на открытом рынке.

Итак, проблема вычисления стоимости капитала распадается на две задачи:

- 1) определение оптимальной структуры капитала, т. е. сочетания различных источников финансирования инвестиций;
- 2) вычисление стоимости каждого источника финансирования.

Поэтому в расчетах принято выделять предельную стоимость капитала — максимальную стоимость дополнительно привлекаемого капитала, за пределами которой организация не может обеспечить требуемую норму доходности. Предельная стоимость капитала имеет огромное значение при разработке схем финансирования инвестиционных проектов.

Соотношение между собственным и заемным капиталом отражает некоторую приемлемую степень финансового риска и резерва заемного потенциала, под которым понимают способность организации в случае необходимости привлечь заемный капитал в желаемых объемах и на приемлемых условиях.

В формировании рациональной структуры источников средств исходят обычно из общей целевой установки: найти такое соотношение между заемными и собственными средствами, при котором стоимость акции компании будет наивысшей. Уровень задолженности служит для инвестора чутким рыночным индикатором благополучия организации. Чрезвычайно высокий удельный вес заемных средств в пассивах свидетельствует о повышенном риске банкротства. Когда же организация предпочитает обходиться собственными средствами, то риск банкротства ограничивается, но акционеры, получая относительно скромные дивиденды, считают, что организация не преследует цели повышения прибыли, что снижает ее рыночную стоимость.

Критерии формирования рациональной структуры средств для каждой организации индивидуальны. Кроме того, на формирование рациональной структуры средств влияют следующие факторы:

- темпы роста оборота организации, требующие повышенного финансирования из-за возрастания переменных, а возможно, и постоянных затрат, роста дебиторской задолженности, инфляции и других издержек;
- уровень и динамика рентабельности, так как наиболее рентабельные организации имеют относительно низкую долю долгового финансирования в среднем за длительный период;
- структура активов. Если организация располагает значительными активами общего назначения, которые по своей природе способны служить обеспечением кредитов, то доля заемных средств в структуре пассива увеличивается;
- тяжесть налогообложения;
- отношение кредиторов к организации;
- состояние рынка капиталов.

При планировании как стратегических, так и тактических задач необходимо учитывать конъюнктуру на рынке денег и капиталов, поэтому приходится подчиняться обстоятельствам при формировании рациональной структуры источников средств.

Любая организация формирует свой набор источников, состав, структура, значимость и доступность которых определяются конкретными условиями: организационно-правовой формой, целевой направленностью деятельности, рентабельностью, политикой руководства в отношении привлечения средств и т. п. Формально эти источники отражены в пассиве бухгалтерского баланса данной организации.

### **6.3. Оптимизация структуры капитала**

В процессе финансового управления капиталом оптимизация его структуры является одной из наиболее важных и сложных задач.



Оптимальная структура капитала представляет собой такое соотношение использования собственных и заемных средств, при котором обеспечивается наиболее эффективная пропорциональность между коэффициентом финансовой рентабельности и коэффициентом финансовой устойчивости организации.

Существуют различные подходы к определению оптимальной структуры капитала. Основными из них являются следующие:

- 1) минимизация СВСК;
- 2) максимизация рыночной стоимости акций и в целом компании;
- 3) использование эффекта финансового левериджа и др.

**Оптимизация структуры капитала по критерию минимизации** его стоимости проводится на основе предварительной оценки стоимости собственного и заемного капиталов (при разных условиях его привлечения) и осуществления многовариантных расчетов средневзвешенной стоимости капитала. Рассмотрим пример.

**Пример 6.5.** На основе данных, приведенных в таблице 6.3, следует определить оптимальную структуру капитала.

Таблица 6.3 — Оптимизация структуры капитала по критерию СВСК (%)

Показатель	Варианты				
	1	2	3	4	5
Доля собственных средств	100	90	80	70	60
Доля заемных средств	-	10	20	30	40
Стоимость собственного капитала	15	15,2	16	15,5	18
Стоимость заемного капитала	0	12	13	12	16
Средневзвешенная стоимость	15	15	15,4	14,5*	17,2
*СВСК = $(0,7 \times 0,155) + (0,3 \times 0,12) = 0,145$ , или 14,5%					

Вывод: наиболее дешевый вариант финансирования под номером 4, следовательно, оптимальная структура в данном примере достигается при соотношении собственных и заемных средств 70 к 30%.

Таким образом, значение средневзвешенной стоимости капитала позволяет определить его оптимальную структуру.

**Оптимальная структура капитала на основе максимизации стоимости акций компании определяется с использованием моделей САРМ и М. Гордона.**

Модель оценки доходности финансовых активов с учетом систематического риска (САРМ) — модель, описывающая связь между риском и ожидаемой доходностью, согласно которой ожидаемая доходность ценной бумаги равна безрисковой процентной ставке плюс премия, учитывающая систематический риск такой ценной бумаги. Расчет доходности активов и стоимости акционерного капитала через бета-коэффициент был рассмотрен в разд. 5.3.

В этом случае цена акции может определяться отношением дивиденда на акции ( $D_0$ ) к ее ожидаемой доходности ( $K_s$ ):

$$P_{pc} = \frac{D_0}{K_s}.$$

Следует подчеркнуть, если компании работают в одной отрасли, имеют примерно одинаковый размер капитала, близкую структуру активов и аналогичный спрос на продукцию, но иное соотношение собственных и заемных средств (как долгосрочных источников), то использовать единый бета-коэффициент в расчетах требуемой доходности недопустимо из-за разного финансового риска. Решение этой проблемы предложил в 1969 г. Роберт Хамада, выведя зависимость бета-коэффициента компании с ненулевым финансовым рычагом<sup>1</sup> от значения бета-коэффициента по той же компании при отсутствии заемного капитала.

Основная идея модели Хамады — финансовый рычаг (соответственно финансовый риск) увеличивает систематический риск, что выражается в росте бета-коэффициента. Степень увеличения зависит от финансового рычага (выражаемого здесь как ЗС/СС) и ставки налога на прибыль:

$$\beta_1 = \beta_0 \left[ 1 + \frac{ЗС}{СС} \times (1 - \text{СтН}) \right], \quad (6.12)$$

---

<sup>1</sup> “Нулевой” показатель финансового рычага указывает на полное отсутствие заемного капитала.

где  $\beta_1$  — значение бета-коэффициента данной компании с нулевым финансовым рычагом;

$\beta_0$  — значение бета-коэффициента той же компании с ненулевым финансовым рычагом.

Рассмотрим пример.

**Пример 6.6.** По данным рынка доходность безрисковых бумаг (казначейских обязательств) принята в размере 8%, доходность ценных бумаг в среднем по рынку — 16%. Значение бета-коэффициента ( $\beta_0$ ) с “нулевым” показателем финансового рычага компании — 0,9. Следует определить оптимальную структуру капитала на основе максимизации стоимости акций компании.

Исходные данные и расчет оптимальной структуры капитала даются в таблице 6.4.

Таблица 6.4 — Оптимизация структуры капитала по критерию максимизации цены акции

Показатель	Варианты			
	1	2	3	4
1. Доля собственных средств, %	100,0	90,0	70,0	60,0
2. Доля заемных средств, %	0	10,0	30,0	40,0
3. Доход на одну акцию ( $D_0$ ), руб.	25,0	27,0	31,0	35,1
4. Вычисленный бета-коэффициент по формуле Хамады	0,9	1,0	1,2	1,4 <sup>*1</sup>
5. Требуемая норма доходности, вычисленная бета-методом, %	15,2	16,0	17,6	19,2 <sup>*2</sup>
6. Предлагаемая цена акции, руб. (п. 3/ п. 5)	164,47	168,75	176,14	182,81 <sup>*3</sup>
<sup>*1</sup> $\beta_1 = \beta_0 \left[ 1 + \frac{3C}{CC} \times (1 - \text{СтН}) \right] = 0,9 \left[ 1 + \frac{0,4}{0,6} \times (1 - 0,2) \right] = 1,4$				
<sup>*2</sup> $K_s = K_{\text{бб}} + (K_{\text{рб}} - K_{\text{бб}}) \times \beta = 0,08 + (0,16 - 0,08) \times 1,4 = 0,192$ , или 19,2 %				
<sup>*3</sup> $P_{\text{рс}} = \frac{D_0}{K_s} = \frac{35,1}{0,192} = 182,81$ руб.				

**Вывод.** Из таблицы 6.4 следует, что наибольшая цена акций достигается при соотношении ЗС: СС = 40 : 60. Это структура капитала будет для компании оптимальной, стоимость компании максимальной.

Одним из механизмов оптимизации структуры капитала организации является использование *эффекта финансового левериджа*. Финансовый леверидж характеризует использование организацией заемных средств, которое влияет на изменение коэффициента рентабельности собственного капитала. Иными словами, финансовый леверидж представляет собой объективный фактор, возникающий с появлением заемных средств в объеме используемого организацией капитала, позволяющих ему получить дополнительную прибыль на собственный капитал.

Приращение к рентабельности собственного капитала, полученное благодаря привлечению кредита, в теории финансового менеджмента называют *эффектом финансового рычага (левериджа)*.

Существуют две модели определения эффекта финансового рычага (*Degree of Financial Leverage — DFL*).

**Первая модель** эффекта финансового рычага (ЭФР) связывает объем и стоимость заемных средств с уровнем экономической рентабельности инвестиций.

Для вывода формулы и расчета эффекта финансового рычага может быть использована таблица 6.5.

Таким образом,

$$\text{ЭФР} = (1 - \text{СтН}) \times (\text{R}_{\text{БК}} - \text{СтК}) \times (\text{ЗК} : \text{СК}), \quad (6.13)$$

где ЭФР — эффект финансового рычага, %;

СтН — ставка налога на прибыль, доли единицы;

$\text{R}_{\text{БК}}$  — рентабельность вложенного капитала, доли единицы;

СтК — расчетная ставка процента по заемному капиталу, %;

ЗК — сумма используемого организацией заемного капитала, руб.;

СК — сумма собственного капитала организации, руб.;

$(1 - \text{СтН})$  — налоговый корректор;

$(\text{R}_{\text{БК}} - \text{СтК})$  — дифференциал финансового рычага;

$(\text{ЗК} : \text{СК})$  — коэффициент финансового левериджа.

Таблица 6.5 — Вывод формулы и расчет эффекта финансового рычага ОАО “Глобэл Энерджи”

№ п/п	Показатель	Обозначение	Расчет	Формула математическая	Значение в ОАО “Глобэл Энерджи”
1	2	3	4	5	6
Исходные данные					
1	Собственный капитал, руб.	СК	стр. 490 + стр. 640, ф. № 1		3 955 522 367
2	Заемный капитал, руб.	ЭК	стр. 510 + стр. 610, ф. № 1		925 055 796
3	Проценты (сумма) за пользование заемным капиталом, руб.	$\Pi_{\text{ЭК}}$	стр. 070, ф. № 2		53 551 252
4	Чистая прибыль, руб.	ЧП	стр. 190, ф. № 2		360 449 550
5	Ставка налога на прибыль, %	СтН			20
Непосредственный (т. е. исходя из определения) расчет эффекта финансового рычага					
6	Рентабельность собственного капитала, %	$R_{\text{сск}}$	п. 4 / п. 1 $\times 100\%$	ЧП / СК	9,11
7	Рентабельность вложений, т. е. рентабельность капитала, если бы весь капитал был собственным, %	$R_{\text{вл}}$	$[(\text{п. 4} + \text{п. 3} \times (1 - \text{п. 5})) : (\text{п. 1} + \text{п. 2}) \times 100\%$	$[\text{ЧП} + \Pi_{\text{ЭК}} \times (1 - \text{СтН})] : (\text{СК} + \text{ЭК})$	8,27
8	Эффект финансового рычага, т. е. по определению — приращение рентабельности собственного капитала за счет использования заемных средств, %	ЭФР	п. 6 – п. 7	$R_{\text{сск}} - R_{\text{вл}}$	0,84

Окончание таблицы 6.5

1	2	3	4	5	6
Вывод формулы для расчета эффекта финансового рычага					
9	Прибыль до налогообложения, руб.	$\Pi_{\text{дн}}$	п. 4 : (1 – п. 5) : 100%	$\text{ЧП} / (1 - \text{СтН})$	450 561 938
10	Прибыль до расчета по заемному капиталу и налогообложения, руб.	$\Pi_{\text{дрзкн}}$	п. 9 + п. 3	$\Pi_{\text{дн}} + \Pi_{\text{зк}}$	504 114 190
11	Рентабельность вложенного капитала, %	$R_{\text{вк}}$	п. 10 : (п. 1 + п. 2) × 100%	$\Pi_{\text{дрзкн}} / (\text{СК} + \text{ЗК})$	10,3
12	Процентная ставка по заемному капиталу, %	$\text{СтК}$	п. 3 : п. 2 × 100%	$\Pi_{\text{зк}} / \text{ЗК}$	5,79
13	Прибыль от использования заемного капитала до налогообложения, руб.	$\Pi_{\text{изкдн}}$	п. 2 × п. 11 – стр. 3	$\text{ЗК} \times R_{\text{вк}} - \Pi_{\text{зк}}$	41 729 494,99
14	Прибыль от использования заемного капитала после налогообложения, руб.	$\Pi_{\text{изк}}$	п. 13 × (1 – п. 5) : 100%	$\Pi_{\text{изкдн}} \times (1 - \text{СтН})$	33 383 595,99
15	Эффект финансового рычага, т. е. по определению — приращение рентабельности собственного капитала за счет использования заемных средств, %	ЭФР	п. 14 : п. 1 × 100%	$\Pi_{\text{изк}} / \text{СК}$ или, учитывая стр. 14, $\Pi_{\text{изкдн}} \times (1 - \text{СтН}) : \text{СК}$ или, учитывая стр. 13, $(\text{ЗК} \times R_{\text{вк}} - \Pi_{\text{зк}}) \times (1 - \text{СтН}) : \text{СК}$ или, учитывая стр. 12, $(\text{ЗК} \times R_{\text{вк}} - \text{ЗК} \times \text{СтК}) \times (1 - \text{СтН}) / \text{СК} =$ $= (R_{\text{вк}} - \text{СтК}) \times (1 - \text{СтН}) \times (\text{ЗК} / \text{СК})$	0,84

$$\text{ЭФР} = (1 - 0,2) \times (10,3 - 5,79) \times (925\,055\,796 / 3\,955\,522\,367) = 0,84\%$$

Первая составляющая эффекта — *налоговый корректор* — показывает, в какой степени проявляется эффект финансового рычага в связи с различным уровнем налогообложения; он не зависит от деятельности организации, так как ставку налога на прибыль утверждают в законодательном порядке.

Вторая составляющая эффекта — *дифференциал финансового левериджа* — является основным фактором, формирующим положительное значение эффекта финансового рычага, при условии  $R_{BK} > \text{СтК}$ . Чем выше положительное значение дифференциала, тем весомее при прочих равных условиях значение эффекта финансового рычага.

В связи со своей высокой динамичностью этот показатель требует систематического мониторинга в процессе управления. Динамизм дифференциала обусловлен рядом факторов:

- в период ухудшения конъюнктуры финансового рынка (падения объема предложения ссудного капитала) стоимость привлечения заемных средств может резко возрасти и превысить уровень бухгалтерской прибыли, генерируемой активами организации;
- снижение финансовой устойчивости в процессе интенсивного привлечения заемного капитала приводит к увеличению риска банкротства организации, что вынуждает повышать процентные ставки за кредит с учетом премии за дополнительный риск. В результате дифференциал финансового рычага может быть сведен к нулю или даже к отрицательному значению. В результате рентабельность собственного капитала ( $R_{cc}$ ) снизится, так как часть генерируемой им прибыли будет направлена на обслуживание долга, полученного под высокие процентные ставки.

Таким образом, отрицательная величина дифференциала приводит к снижению рентабельности собственного капитала, что делает его использование неэффективным.

Третья составляющая эффекта — *коэффициент финансового левериджа* — характеризует сумму заемного капитала, используемого организацией, в расчете на единицу собственного капитала.

Соотношение заемного и собственного капитала является тем рычагом, который изменяет положительный или отрицательный эффект финансового дифференциала. При его положительном значении любое увеличение коэффициента финансового левериджа будет вызывать еще больший прирост рентабельности собственного капитала. При отрицательном значении дифференциала прирост коэффициента финансового левериджа будет приводить к еще большему снижению рентабельности собственного капитала.

Итак, при стабильном дифференциале коэффициент финансового рычага является главным фактором, влияющим на величину доходности собственного капитала, т. е. он генерирует финансовый риск. Аналогично при неизменной величине коэффициента положительное или отрицательное значение дифференциала генерирует как увеличение суммы и уровня прибыли на собственный капитал, так и финансовый риск ее потери.

Соединив три составляющие эффекта (налоговый корректор, дифференциал и коэффициент финансового левериджа), получим значение эффекта финансового рычага.

Данный способ расчета позволяет организации определить безопасный объем заемных средств, т. е. допустимых условий кредитования. Его широко используют в странах континентальной Европы (Франции, Германии и др.).

Для реализации этих благоприятных возможностей необходимо установить наличие взаимосвязи и противоречия между дифференциалом и коэффициентом финансового рычага. Дело в том, что при увеличении объема заемных средств финансовые издержки по обслуживанию долга возрастают, что в свою очередь приводит к снижению положительного значения дифференциала (при неизменной величине доходности собственного капитала).

Из вышесказанного можно сделать следующие выводы:

1. Если новое заимствование приносит организации рост уровня эффекта финансового рычага, то оно выгодно для предприятия. При этом необходимо контролировать состояние дифференциала: при увеличении коэффициента финансового левериджа



риджа коммерческий банк вынужден компенсировать возрастание кредитного риска повышением “цены” заемных средств.

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

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

Основная задача для финансового менеджера состоит не в том, чтобы исключить все риски, а в том, чтобы принять разумные, заранее рассчитанные риски в пределах положительного значения дифференциала. Это правило важно и для коммерческого банка, так как заемщик с отрицательной величиной дифференциала вызывает недоверие. Однако на практике возможны исключения из этого правила. В отдельные периоды деятельности организации необходимо прибегнуть к активному воздействию финансового рычага, а затем ослабить его влияние. В других случаях целесообразно соблюдать умеренность в привлечении заемных средств.

Многие зарубежные финансисты полагают, что “золотая середина” финансового рычага способна компенсировать налоговые платежи и обеспечить требуемую отдачу собственных средств.

**Вторая модель** эффекта финансового рычага. Эффект финансового рычага можно рассматривать как изменение чистой прибыли на каждую обыкновенную акцию, вызываемое изменением прибыли до уплаты процентов за кредит и налога на прибыль.

Подобная интерпретация эффекта финансового рычага характерна для школы финансового менеджмента США, Канады и Великобритании.

Экономисты США рассчитывают силу воздействия финансового рычага (СВФР) по формуле

$$\text{СВФР} = \frac{\text{Изменение (\%) чистой прибыли на акцию}}{\text{Изменение (\%) операционной прибыли}} \cdot (6.14)$$

(до уплаты процентов за кредит и налога на прибыль)

Сила финансового рычага есть отношение темпа прироста прибыли на одну акцию компании к темпу прироста операционной прибыли.

Таким образом, согласно определению:

$$\begin{aligned} \text{СВФР} &= \frac{\frac{\Delta \Pi_a}{\Pi_a}}{\frac{\Delta \Pi}{\Pi}} = \frac{\frac{\Delta(\Pi - \Pi_{\text{зк}})}{\Pi - \Pi_{\text{зк}}}}{\frac{\Delta \Pi}{\Pi}} \times \frac{\Pi}{\Delta \Pi} = \\ &= \frac{\frac{\Delta \Pi}{\Pi - \Pi_{\text{зк}}}}{\frac{\Delta \Pi}{\Pi}} \times \frac{\Pi}{\Delta \Pi} = \frac{\Pi}{\Pi - \Pi_{\text{зк}}}, \end{aligned}$$

где  $\Pi_a$  — прибыль на обыкновенную акцию, руб.;

$\Pi$  — операционная прибыль до уплаты процентов за кредит и налога на прибыль, руб.

$\Pi_{\text{зк}}$  — фактические финансовые издержки по всем полученным кредитам (заемному капиталу) за расчетный период (сумма уплаченных процентов), руб.;

$\text{Ч}$  — число обыкновенных акций.

Чем меньше сила воздействия финансового рычага, тем ниже финансовый риск, связанный с данной организацией.

Если заемные средства не привлекаются в оборот, то сила воздействия финансового рычага равна 1.

Для организации ОАО “Глобэл Энерджи” сила воздействия финансового рычага равна:

$$\text{СВФР} = \frac{\Pi}{\Pi - \Pi_{\text{зк}}} = \frac{360\,449\,550}{360\,449\,550 - 53\,551\,252} = 1,1745.$$

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

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

Вторая модель измерения эффекта финансового рычага не дает, к сожалению, ответа на вопросы о безопасной величине и условиях заимствования — этому служит первый способ расчета. Зато она выводит непосредственно на расчет сопряженного воздействия финансового и операционного рычагов и определение совокупного (общего) риска, связанного с финансовой деятельностью организации.

## **6.4. Формирование дивидендной политики организации**

Дивидендная политика — неотъемлемая часть решений руководства организации в области финансирования. От коэффициента выплаты дивидендов зависит величина прибыли, которая может быть оставлена в организации как источник финансирования ее бизнеса. Однако чем больше текущей прибыли направляется на развитие организации, тем меньше денег остается на выплаты текущих дивидендов. Таким образом, важнейший аспект дивидендной политики организации заключается в нахождении оптимального соотношения распределения прибыли между дивидендными платежами и той ее частью, которая остается в рамках организации для ее развития.

Понятие дивидендной политики непосредственно связано с распределением прибыли в акционерных обществах. Однако принципы и методы распределения прибыли применимы не только к акционерным обществам, но и к организациям других организационно-правовых форм. При этом вместо терминов “акция”, “дивиденд” будут использоваться термин “пай”, “вклад”, “прибыль на вклад”. Механизм же выплаты доходов собственникам остается таким же.

Распределение прибыли в акционерном обществе представляет собой наиболее сложный вариант. В принципе, под дивидендной политикой можно понимать механизм формирования доли прибыли, выплачиваемой собственникам в соответствии с долей их вклада в капитал организации. Например, доля собственника составляет 9% от уставного капитала. Значит, он получит именно 9% от прибыли, которую решено на собрании акционеров направить на мотивацию интересов владельцев данного бизнеса (на дивиденды).

В соответствии с НК РФ дивидендами считаются доходы, полученные акционером (участником) от организации при распределении прибыли, которая остается после налогообложения, по принадлежащим акционеру (участнику) акциям (долям), пропорционально долям акционеров (участников) в уставном (складочном) капитале этой организации, а также любые доходы, получаемые из источников за пределами РФ, относящиеся к дивидендам в соответствии с законодательствами иностранных государств (ст. 43 НК РФ).

Дивиденды чаще всего выплачиваются в денежной форме, а в случаях, предусмотренных законом или уставными документами, иным имуществом (акциями, облигациями и товарами).

Таким образом, при определении величины дивидендов прибыль отчетного периода обычно распределяется на два элемента:

- 1) собственно дивиденды;

- 2) прибыль, реинвестируемая в деятельность организации, с целью поддержания заданных темпов расширения объемов производства и (или) внедрения новых инвестиционных проектов.

Политика выплаты дивидендов представляет собой упорядоченную систему принципов и подходов, которыми руководствуются собственники организации при определении той доли имущества, которую они считают целесообразным распределить в виде дивидендов по окончании очередного отчетного периода. Российская практика выплаты дивидендов имеет свои существенные особенности. Размер дивидендов по большинству акций незначителен по сравнению с их рыночной стоимостью, основная причина этого, в соответствии с концепцией “учета це-

лей управления”, — осуществление управления менеджерами большинства российских компаний не в интересах собственников, а в собственных интересах.

Формированию оптимальной дивидендной политики посвящены многочисленные теоретические исследования, особенно в странах с развитой рыночной экономикой. Существуют три основные теории дивидендной политики (подробно изложены в гл. 2 “Концепции финансового менеджмента”):

- 1) иррелевантности дивидендов;
- 2) существенности дивидендной политики (или “синица в руках”);
- 3) налоговой дифференциации (или “теория налоговых предпочтений”).

Практическое использование этих теорий в России позволило выработать три подхода к формированию дивидендной политики консервативный, умеренный и агрессивный (таблица 6.6).

Таблица 6.6 — Основные типы дивидендной политики акционерного общества

Определяющий подход к формированию дивидендной политики	Варианты используемых типов дивидендной политики
1. Консервативный	1.1. Остаточная политика дивидендных выплат 1.2. Политика стабильного размера дивидендных выплат
2. Умеренный	2.1. Политика минимального стабильного размера дивидендов с надбавкой в отдельные периоды (политика “экстра-дивиденда”)
3. Агрессивный	3.1. Политика стабильного уровня дивидендов 3.2. Политика постоянного возрастания размера дивидендов

*1.1. Остаточная политика дивидендных выплат* предполагает, что фонд выплаты дивидендов образуется после того, как за счет прибыли удовлетворена потребность в формировании собственных финансовых ресурсов, обеспечивающих в полной мере реализацию инвестиционных возможностей организации.

*1.2. Политика стабильного размера дивидендных выплат* предполагает выплату неизменной их суммы на протяжении продолжительного периода (при высоких темпах инфляции сумма дивидендных выплат корректируется на индекс инфляции). Преимуществом этой политики является ее надежность, которая создает чувство уверенности у акционеров в неизменности размера текущего дохода вне зависимости от различных обстоятельств, определяет стабильность котировки акций на Фондовом рынке. Недостатком же этой политики является ее слабая связь с финансовыми результатами деятельности организации, в связи с чем в периоды неблагоприятной конъюнктуры и низкого размера формируемой прибыли инвестиционная деятельность может быть сведена к нулю.

*2.1. Политика минимального стабильного размера дивидендов с надбавкой в отдельные периоды* (или политика “экстрадивиденда”) сочетает первые два подхода. Ее преимуществом является стабильная гарантированная выплата дивидендов в минимально предусмотренном размере при высокой связи с финансовыми результатами деятельности фирмы.

*3.1. Политика стабильного уровня дивидендов* предусматривает установление долгосрочного нормативного коэффициента дивидендных выплат по отношению, к сумме прибыли (или норматива распределения прибыли на потребляемую и капитализируемую ее части). Преимуществами этой политики являются простота ее формирования и тесная связь с размером формируемой прибыли. В то же время основным ее недостатком является нестабильность размеров дивидендных выплат на акцию, определяемая нестабильностью суммы формируемой прибыли.

*3.2. Политика постоянного возрастания размера дивидендов* осуществляемая под девизом: “Никогда не снижай годовой дивиденд”, предусматривает стабильное возрастание уровня дивидендных выплат в расчете на одну акцию. Возрастание дивидендов при такой политике происходит, как правило, в твердо установленном проценте прироста к их размеру в предшествующем периоде. Преимуществом такой политики является обе-

спечение высокой рыночной стоимости акций фирмы и формирование ее положительного имиджа у потенциальных инвесторов при дополнительной эмиссии, недостатком — отсутствие гибкости в ее проведении и постоянное возрастание финансовой напряженности.

Несмотря на существование разработанных теорий, методик и единых принципов распределения прибыли, сформулировать единую дивидендную политику невозможно. Специфика задач, стоящих перед каждой конкретной организацией в процессе ее развития, различие внешних и внутренних условий хозяйственной деятельности не позволяют выработать единую модель распределения прибыли, которая носила бы универсальный характер. Поэтому основу механизма распределения прибыли конкретной организации составляют анализ и учет факторов, оказывающих влияние на пропорции и эффективность распределения прибыли.

Дивидендная политика организации зависит:

- от темпа роста организации. Даже быстро растущий бизнес может использовать ограничения дивидендов для сохранения капиталов (инвестирование дальнейшего роста организации);
- ограничительных договоров. Содержащиеся в кредитных договорах ограничения лимитируют выплачиваемые дивиденды;
- доходности, которая напрямую связана с дивидендной политикой;
- стабильности доходов. Организация с устойчивым доходом, вероятно, будет распределять большую часть своей прибыли, чем компания с непостоянным доходом;
- удержания контроля над деятельностью организации;
- степени финансирования за счет заемного капитала. Акционерное общество высоким показателем отношения долговых обязательств к акционерному капиталу скорее всего будет стремиться удержать прибыль, для того чтобы в его распоряжении были средства для погашения процента и основной суммы долга;
- возможности финансирования из внешних источников;
- неопределенности. Выплаты дивидендов снижают чувство неуверенности акционеров относительно финансового положения предприятия;

- возраста и масштабов. Солидное, крупное акционерное общество обычно считается более надежным, чем молодое;

- налогов.

Основной “стимулятор” выплаты дивидендов в развитых странах — налоговое законодательство, которое в России развито недостаточно. Подобная ситуация негативно сказывается не только на деятельности компании, но и на инвестиционной привлекательности РФ в целом. Дивиденды российского акционера, полученные от российской компании, согласно п. 4 ст. 224 и п. 3 ст. 284 НК РФ облагаются по ставке 9% (для физического лица это будет налог на доходы физических лиц, для юридического лица — налог на прибыль). Данные ставки можно, конечно, считать льготными, но с учетом того, что дивиденды платятся уже из чистой прибыли, здесь налицо двойное налогообложение.

С 1 января 2008 г. созданы особые налоговые условия для холдинговых структур — это обычная практика в Европе. Так, в соответствии с Федеральным законом от 16 мая 2007 г. № 76-ФЗ изменения о налогообложении дивидендов внесены в ст. 284 НК РФ. Ставка налога на прибыль для российских организаций в отношении их дивидендного дохода устанавливается в размере 0% при выполнении следующих условий:

- на день принятия решения о выплате дивидендов получающая дивиденды организация в течение не менее 365 дней непрерывно владеет на праве собственности не менее чем 50%-ным вкладом (долей) в уставном (складочном) капитале (фонде) выплачивающей дивиденды организации или депозитарными расписками, дающими право на получение дивидендов в сумме, соответствующей не менее 50% общей суммы выплачиваемых организацией дивидендов;

- стоимость приобретения и (или) получения в соответствии с законодательством РФ в собственность вклада (доли) в уставном (складочном) капитале (фонде) выплачивающей дивиденды организации или депозитарных расписок, дающих право на получение дивидендов, превышает 500 млн руб.

Таким образом, данные условия могут быть выгодны только для крупных компаний, инвестиционный доход которых ограни-



чен дивидендами. Следует отметить, что российские условия, касающиеся налогообложения холдингов выглядят менее привлекательными, чем предложения по налогообложению холдингов в большинстве других юрисдикций. Так, минимальный порог участия в размере 50%, а также минимальный размер участия — 500 млн руб. в России слишком высок по сравнению с другими юрисдикциями (согласно данным компании Roche & Duffay 1% на Кипре, 5% в Нидерландах, 10% в Люксембурге при отсутствии минимальной суммы участия). Особые налоговые условия для холдинговых структур на Кипре, в Нидерландах и Люксембурге вкупе с другими обстоятельствами делают указанные юрисдикции весьма выгодными для создания в них международных холдинговых компаний.

Основными этапами формирования дивидендной политики акционерных обществ являются:

- оценка основных факторов, определяющих формирование и проведение дивидендной политики;
- выбор типа дивидендной политики и методики выплаты дивидендов;
- разработка механизма распределения прибыли в соответствии с избранным типом дивидендной политики;
- определение уровня дивидендов на одну акцию (показатель дивидендного выхода);
- оценка эффективности дивидендной политики.

Формирование и проведение дивидендной политики в значительной мере зависит от законодательно установленных принципов и правил, имеющих существенные национальные особенности. В России основным законодательным актом, регулирующим дивидендную политику организаций, является Закон “Об акционерных обществах”, который определяет источник, возможную периодичность, порядок и процедуру выплаты дивидендов и устанавливает ряд ограничений на их выплату. В частности, организация не вправе принимать решение о выплате (объявлении) дивидендов, если:

- неполностью оплачен уставный капитал общества;

- обществом не выкуплены в полном объеме собственные акции, по которым у их владельцев возникло право требовать их выкупа;

- на момент выплаты дивидендов общество отвечает признакам несостоятельности (банкротства), определенным правовыми актами РФ, или данные признаки появятся у общества в результате выплаты дивидендов;

- стоимость чистых активов общества меньше суммарной величины его уставного капитала, резервного фонда (капитала) и превышения над номинальной стоимостью определенной уставом ликвидационной стоимости размещенных привилегированных акций либо станет меньше этой величины в результате выплаты дивидендов.

Рекомендации по распределению чистой прибыли акционерного общества содержит Российский кодекс корпоративного поведения, разработанный Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг (Распоряжение ФКЦБ РФ) от 4 апреля 2002 г. № 421/р.

Анализ положений главы “Дивиденды” Кодекса корпоративного поведения позволяет констатировать, что предлагаемая Кодексом система рекомендаций ориентирована на максимальную дружелюбность дивидендной политики по отношению к акционерам, однако сама по себе она не содержит явных стимулов для компании к осуществлению дивидендных выплат. Логика Кодекса в достаточной степени проста: так как адекватная дивидендная политика благотворно влияет на репутацию общества в глазах потенциальных инвесторов. В частности, даже в “упрощенной” (по сравнению с включением в котировальный список Лондонской фондовой биржи) процедуре выхода на лондонский рынок альтернативных инвестиций (Aiming AIM) одним из пунктов основного документа, который составляется для выхода на биржу, “Инвестиционного меморандума”, находящегося в общем доступе, является информация о дивидендной политике компании. Поэтому компании должны стремиться к установлению максимально благоприятных для акционеров режима дивидендных выплат.

Таким образом, привлечение инвестиций обязывает компании постоянно работать над совершенствованием своей дивидендной политики, что будет делать компании одновременно финансово-устойчивыми и инвестиционно-привлекательными.

## Резюме

Эта глава посвящена обсуждению вопросов, связанных с определением стоимости капитала компании, с принятием решений по структуре капитала, с факторами, определяющими дивидендную политику компании. Ниже перечислены рассмотренные в главе ключевые положения.

1. Капитал — ключевое понятие финансового менеджмента. Характеризует общую ценность финансовых ресурсов в денежной, материальной и нематериальной формах, вложенных в организацию с целью извлечения прибыли.

2. Капиталу присуща многоаспектная сущность, что находит отражение в следующем: капитал является основным фактором производства; характеризует финансовые ресурсы фирмы, приносящие доход; является главным источником формирования благосостояния собственников бизнеса; характеризует вклад собственников в бизнес; является главным измерителем рыночной цены организации; динамика капитала организации является барометром эффективности финансово-хозяйственной деятельности организации.

3. К основным задачам управления капиталом организации относятся:

- формирование достаточного объема капитала, обеспечивающего необходимые темпы экономического развития организации;
- оптимизация распределения сформированного капитала по видам деятельности и направлениям использования;
- обеспечение условий достижения высокой доходности капитала при предусматриваемом уровне финансового риска;

- обеспечение минимизации финансового риска, связанного с использованием капитала, при предусматриваемом уровне его доходности;

- обеспечение постоянного финансового равновесия организации в процессе ее развития;

- обеспечение достаточного уровня финансового контроля над организацией со стороны ее учредителей;

- обеспечение достаточной финансовой гибкости организации;

- оптимизация оборота капитала;

- обеспечение своевременного реинвестирования капитала.

- достижение достаточного уровня выплат на вложенный собственником капитал.

4. Общая сумма средств, которую нужно уплатить за использование определенного объема привлекаемых на рынке капитала финансовых ресурсов, выраженная в процентах к этому объему, называется *стоимостью капитала*.

5. Стоимость капитала в общем случае определяется затратами на его привлечение. По общепринятой терминологии затраты на привлечение капитала, или затраты на капитал, — это сумма регулярных выплат, которую должна осуществлять организация, владельцам капитала из расчета суммы привлеченного капитала.

6. Общая стоимость капитала компании может включать следующие составные элементы:

- стоимость собственного капитала в виде: привилегированных акций; обыкновенных акций; нераспределенной прибыли; амортизационных отчислений;

- стоимость заемного капитала в виде: кредитов; облигаций; лизинга.

Следовательно, общая стоимость капитала компании это средневзвешенная величина из стоимостей капитала по различным источникам средств, взвешенная по доле каждого из источников в общей сумме инвестиций.

7. На текущий момент стоимость капитала любой организации может быть определена по данным ее финансовой отчетно-

сти. Это текущая стоимость капитала организации, исчисленная по сложившейся структуре капитала.

8. Оптимальная структура капитала представляет собой такое соотношение использования собственных и заемных средств, при котором обеспечивается наиболее эффективная пропорциональность между коэффициентом финансовой рентабельности и коэффициентом финансовой устойчивости организации.

9. Основными подходами определения оптимальной структуры капитала. являются:

- 1) минимизации СВСК;
- 2) максимизации рыночной стоимости акций и в целом компании;
- 3) использование эффекта финансового левериджа и др.

10. Приращение к рентабельности собственного капитала, полученное благодаря привлечению кредита, несмотря на его платность и уплату налога на прибыль в теории финансового менеджмента называют *эффектом финансового рычага (левериджа)*.

11. Существуют две модели определения эффекта финансового рычага (*Degree of Financial Leverage — DFL*).

Первая модель эффекта финансового рычага (ЭФР) связывает объем и стоимость заемных средств с уровнем экономической рентабельности инвестиций.

Вторая модель эффекта финансового рычага (ЭФР) рассматривает отношение темпа прироста прибыли на одну акцию корпорации к темпу прироста операционной прибыли.

12. Дивидендная политика — неотъемлемая часть решений руководства организации в области финансирования. Важнейший аспект дивидендной политики организации заключается в нахождении оптимального соотношения распределения прибыли между дивидендными платежами и той ее частью, которая остается в рамках организации для ее развития.

13. Практическое использование теоретических исследований экономистов стран с развитой рыночной экономикой в обла-

сти влияния размера выплачиваемых дивидендов на цены акций и благосостояние акционеров позволило в России выработать три подхода к формированию дивидендной политики: консервативный, умеренный и агрессивный.

14. Варианты используемых типов дивидендной политики:

- остаточная политика дивидендных выплат;
- политика стабильных дивидендов;
- политика минимального стабильного размера дивидендов с надбавкой в отдельные периоды (или политика “экстра-дивиденда”);
- политика стабильного уровня дивидендов;
- политика постоянного возрастания размера дивидендов.

15. Дивидендная политика организации зависит: от темпа роста организации; ограничительных договоров; доходности, которая напрямую связана с дивидендной политикой; стабильности доходов; удержания контроля над деятельностью организации; степени финансирования за счет заемного капитала; возможности финансирования из внешних источников; неопределенности; возраста и масштабов организации; налогов.

16. Основными этапами формирования дивидендной политики акционерных обществ являются:

- оценка основных факторов, определяющих формирование и проведение дивидендной политики;
- выбор типа дивидендной политики и методики выплаты дивидендов;
- разработка механизма распределения прибыли в соответствии с избранным типом дивидендной политики;
- определение уровня дивидендов на одну акцию (показатель дивидендного выхода);
- оценка эффективности дивидендной политики.

17. В России основным законодательным актом, регулирующим дивидендную политику организаций, является Закон “Об акционерных обществах”. Рекомендации по распределению чистой прибыли акционерного общества содержит Российский кодекс корпоративного поведения, разработанный под эгидой Фе-

деральной комиссии по рынку ценных бумаг (ФКЦБ) от 4 апреля 2002 г. № 421/р.

18. Российская практика выплаты дивидендов имеет свои существенные особенности. Размер дивидендов по большинству акций незначителен по сравнению с их рыночной стоимостью, основная причина этого, в соответствии с концепцией “учета целей управления”, — осуществление управления менеджерами большинства российских компаний не в интересах собственников, а в собственных интересах.

19. Привлечение инвестиций обязывает компании постоянно работать над совершенствованием своей дивидендной политики, что будет делать компании одновременно финансово-устойчивыми и инвестиционно-привлекательными.

## Глава 7. ИНВЕСТИЦИИ В ОСНОВНОЙ КАПИТАЛ

---

*Инвестиции в знания всегда обеспечивают наибольшую прибыль.*

Бенджамин Франклин

### **Цели изучения темы:**

- ❖ формирование представлений об основном капитале и управлении инвестициями в основной капитал в системе финансового менеджмента компании;
- ❖ получение знаний о методах оценки эффективности и риска инвестиционных проектов;
- ❖ получение знаний о методах финансирования инвестиций в основной капитал;
- ❖ приобретение навыков инвестиционного анализа.

### **7.1. Сущность и содержание инвестиций в основной капитал**

*Основной капитал* — это совокупность денежных средств, вложенных в ценности, многократно участвующие в процессе хозяйственной деятельности и переносящие частями свою стоимость на готовый продукт в течение длительного периода времени (более одного года). Характерные признаки основного капитала:

- использование в процессе производства (осуществления основной деятельности) или для управленческих нужд;
- использование в течение длительного периода (свыше одного года);
- способность приносить экономическую выгоду в будущем.



Понятия “основной капитал” и “внеоборотные активы” не тождественны. Внеоборотные активы являются отражением основного капитала на счетах баланса организации. Таким образом, внеоборотные активы — это определенная стоимостная оценка элементов основного капитала, принятая действующими условиями ведения хозяйства. Поскольку бухгалтерский учет в организациях ведется в соответствии с установленными государством правилами, это отражение может не совпадать с экономической сутью основного капитала. Управление портфелем финансовых активов с точки зрения его осуществления не имеет существенных особенностей в зависимости от сроков владения финансовыми активами. Кроме того, финансовые активы, как правило, легко могут быть превращены в денежные средства. Поэтому управление портфелем финансовых активов традиционно рассматривается как область управления оборотным капиталом.

Следует подчеркнуть, что эффективное управление основным капиталом имеет приоритетное значение в деятельности компании. Как нами отмечалось выше, основными функциями финансового менеджмента являются: мобилизация и размещение финансовых ресурсов. С точки зрения управления основным капиталом размещение финансовых ресурсов реализуется в виде осуществления совокупности инвестиционных проектов. А мобилизация финансовыми ресурсами в виде управления источниками долгосрочных инвестиций.

Федеральный закон от 25 февраля 1999 г. № 39-ФЗ “Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений” дает следующие определения:

- инвестиции — денежные средства, ценные бумаги, иное имущество, в том числе имущественные права, иные права, имеющие денежную оценку, вкладываемые в объекты предпринимательской и/или иной деятельности в целях получения прибыли и (или) достижения иного полезного эффекта;
- инвестиционная деятельность — вложение средств и осуществление практических действий в целях получения прибыли и/или достижения иного полезного эффекта.

В материалах ЮНИДО<sup>1</sup> уточняется: инвестиции — средства, направленные на достижение каких-либо целей в будущем, а не на немедленное потребление.

Таким образом, инвестиции (нем. Investition, от лат. investio — одеваю), вложение капитала в отрасли экономики внутри страны и за границей с целью получения прибыли или другого полезного эффекта, предполагающее отказ от текущего потребления.

По объектам вложения капитала подразделяют реальные и финансовые инвестиции компании.

*Реальные инвестиции* — это вложения в основной капитал организации, прирост запасов материальных оборотных средств, приобретение земельных участков и объектов природопользования, затраты на капитальный ремонт. К реальным инвестициям относятся также вложения в нематериальные активы, обеспечивающие внедрение научных и технических разработок в производство и социальную сферу, т. е. это вложения капитала в новшества, которые приводят к количественным и качественным улучшениям производственной деятельности. Все перечисленные формы реального инвестирования могут быть сведены к трем основным его направлениям: капитальному инвестированию или капитальным вложениям; инновационному инвестированию и инвестированию прироста оборотных активов.

*Финансовые инвестиции* — это вложения средств компании в различные финансовые активы (инструменты). Данный вид инвестиций подробно изложен в гл. 4 “Управление портфелем ценных бумаг”.

Управление инвестициями представляет собой управление вложением средств с целью получения прибыли. К основным задачам управления инвестициями относятся:

- оценка инвестиционных рисков;

---

<sup>1</sup> ЮНИДО (UNIDO, United Nations Industrial Development Organization) — Организация ООН по проблемам промышленного развития. Занимается поддержкой реализации крупных проектов, обеспечивающих создание промышленности и объектов инфраструктуры в развивающихся странах мира.

- установка приемлемых критериев отбора направлений инвестирования;
- сравнительный анализ различных направлений инвестирования по выбранным критериям.

Форма осуществления инвестиций — это *инвестиционный проект*.

В Методических рекомендациях по оценке эффективности инвестиционных проектов (утверждены Минэкономки России, Минфином России, Госкомстроем России от 21 июня 1999 г. № ВК 477) понятие “проект” трактуется как документация и как деятельность.

В большом энциклопедическом словаре слово “проект” (лат. *projectus* — брошенный вперед) означает: 1) совокупность документов (расчетов, чертежей и др.) для создания какого-либо сооружения или изделия; 2) предварительный текст какого-либо документа, представляемый на обсуждение, утверждение; 3) замысел, план.

В практике инвестирования проект представляет собой замысел (проблему, задачу), средства его реализации и получаемые в процессе реализации результаты.

Инвестиционный проект подразделяется на три этапа: прединвестиционный, инвестиционный и эксплуатационный.

На первом этапе развития инвестиционного проекта разрабатываются бизнес-план проекта, его технико-экономическое обоснование (ТЭО), выполняется финансово-экономическая оценка. На этой стадии рассчитывают экономическую эффективность проекта и оценивают финансовое состояние организации, реализующей его.

На втором этапе осуществляются непосредственные капиталовложения, т. е. ведется строительство, закупается оборудование, проводится подготовка производства.

На третьем этапе подготовленные мощности вводят в действие и начинают выпуск продукции.

Инвестиционный бизнес-план проекта состоит из нескольких разделов, но в различных источниках они описываются по-разному. Наибольшее распространение в России получил под-

ход к построению типового бизнес-плана, предложенный экспертами ЮНИДО (рисунок 7.1).



Рисунок 7.1 — Структура инвестиционного проекта по разделам

Не являясь по сути догмой, данная методика играет роль единой базы, некоего универсального языка, позволяющего общаться между собой специалистам в области инвестиционного проектирования, финансового анализа, менеджерам компаний из различных стран мира. Большинство известных на данный момент компьютерных систем для бизнес-планирования опираются на методику ЮНИДО, которая содержит следующие основные разделы.

1. Краткая характеристика проекта (или его резюме). В этом разделе содержатся выводы по основным аспектам разработанного проекта после рассмотрения альтернативных вариантов, когда концепция проекта, ее обоснование и формы реализации уже определены. Ознакомившись с этим разделом, инвестор

должен сделать вывод о том, отвечает ли проект направленности его инвестиционной деятельности и инвестиционной стратегии, соответствует ли он потенциалу его инвестиционных ресурсов, устраивает ли его проект по периоду реализации и срокам возврата вложенного капитала и т. п.

2. Предпосылки и основная идея проекта. В этом разделе перечисляются наиболее важные параметры проекта, которые служат определяющими показателями для его реализации, рассматриваются регион, конкретное месторасположение проекта в увязке с рыночной и ресурсной средой, приводится график реализации проекта и характеризуется его инициатор.

3. Анализ рынка и стратегия маркетинга. В нем излагаются результаты маркетинговых исследований, обосновывается концепция маркетинга и разрабатывается проект его бюджета. Стратегия маркетинга требует выяснения следующих вопросов: деловая заинтересованность конкретного инвестора в финансировании проекта; степень риска, которую может принять на себя инвестор; доля собственности, которую желает получить инвестор в результате осуществления проекта; достаточность потока доходов проекта и налоговых преимуществ, для обеспечения заинтересованности инвестора.

4. Сырье и поставки. Этот раздел содержит классификацию используемых сырья и материалов, объем потребности в них, характеристику наличия основного сырья в регионе и обеспеченность им, программу поставок сырья и материалов и связанные с ним затраты.

5. Месторасположение, строительный участок и окружающая среда. В этом разделе подробно описывается месторасположение проекта, характер естественной окружающей среды и степень воздействия на нее при реализации проекта, социально-экономические условия в регионе и инвестиционный климат, состояние производственной и коммерческой инфраструктуры, выбор строительного участка с учетом рассмотренных альтернатив, оценка затрат по освоению строительного участка.

6. Проектирование и технология. Этот раздел содержит производственную программу и характеристику производственной

мощности организации; выбор технологии и предложения по ее приобретению или передаче; подробную планировку организации и основные проектно-конструкторские работы; перечень необходимых машин и оборудования, а также требования к их техническому обслуживанию, оценку связанных с этим инвестиционных затрат.

7. Организация и технология управления. В этом разделе приводится организационная схема и система управления организацией, обосновывается конкретная организационная структура управления по сферам деятельности и центрам ответственности, рассматривается подробная смета накладных расходов, связанных с организацией управления.

8. Трудовые ресурсы. Этот раздел содержит требования к категориям и функциям персонала, возможности его формирования в рамках региона, организацию набора, план обучения работников и оценку связанных с этим затрат.

9. Планирование реализации проекта. В этом разделе обосновываются стадии осуществления проекта, приводится график его реализации, разрабатывается бюджет реализации проекта.

10. Финансовый план и оценка эффективности инвестиций. Этот раздел содержит финансовый анализ и основные виды финансовых планов, совокупный объем инвестиционных затрат, методы и результаты оценки эффективности инвестиций, оценку инвестиционных рисков. Специфический характер реального инвестирования и его форм предопределяет особенности его осуществления в компании. При высокой инвестиционной активности организации с целью повышения эффективности управления реальными инвестициями разрабатывается специальная политика такого управления.

Политика управления реальными инвестициями представляет собой часть общей инвестиционной политики компании, обеспечивающая подготовку, оценку и реализацию наиболее эффективных реальных инвестиционных проектов. Процесс формирования политики управления реальными инвестициями компании осуществляется в разрезе следующих основных этапов:

1. *Анализ состояния реального инвестирования в предшествующем периоде.* В процессе этого анализа оценивается уровень инвестиционной активности компании в предшествующем периоде и степень завершенности начатых ранее реальных инвестиционных проектов и программ.

2. *Определение общего объема реального инвестирования в предстоящем периоде.* Основой определения этого показателя является планируемый объем прироста основных средств предприятия в разрезе отдельных их видов, а также нематериальных и оборотных активов, обеспечивающий прирост объемов его производственно-коммерческой деятельности. Объем этого прироста уточняется с учетом динамики объема ранее неоконченного капитального строительства (незавершенных капитальных вложений).

3. *Определение форм реального инвестирования.* Эти формы определяются исходя из конкретных направлений инвестиционной деятельности предприятия, обеспечивающих воспроизводство его основных средств и нематериальных активов, а также расширение объема собственных оборотных активов.

4. *Подготовка бизнес-планов реальных инвестиционных проектов.* Все формы крупнообъемных реальных инвестиций (кроме обновления отдельных видов механизмов и оборудования в связи с их износом) рассматриваются как реальные инвестиционные проекты. Подготовка таких инвестиционных проектов требует разработки их бизнес-планов.

5. *Оценка эффективности отдельных реальных инвестиционных проектов.* Такая оценка осуществляется на основе использования системы показателей, которые рассмотрены в следующем параграфе данной главы. Реальные инвестиционные проекты, уровень эффективности которых не отвечает критериям разработанной инвестиционной политики предприятия, должны быть отклонены.

6. *Формирование портфеля реальных инвестиций.* Отобранные в процессе оценки эффективности реальные инвестиционные проекты подлежат дальнейшему рассмотрению с позиций уровня рисков их реализации и других показателей, свя-

занных с целями их осуществления. На основе такой всесторонней оценки с учетом планового объема инвестиционных ресурсов предприятие формирует свой портфель реальных инвестиций на предстоящий период. Если этот портфель сформирован по определяющей приоритетной цели (максимизация доходности, минимизация инвестиционного риска и т. п.), то необходимости в дальнейшей оптимизации портфеля реальных инвестиций не возникает. Если же предусматривается сбалансированность отдельных целей, то портфель оптимизируется по различным целевым критериям для достижения их сбалансированности, после чего принимается к непосредственной реализации.

Инвестиционная политика компании, как элемент ее финансовой политики, определяет долгосрочные перспективы ее развития.

## **7.2. Оценка эффективности и риска инвестиционного проекта**

Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов и международная практика обоснования инвестиционных проектов рекомендуют использовать следующие основные критерии с учетом концепции временной ценности денег, изложенной в гл. 2 (рисунок 7.2) :

- чистый дисконтированный доход (ЧДД);
- внутреннюю норму рентабельности (ВНР);
- индекс доходности дисконтированных инвестиций (ИДД);
- срок окупаемости (ОК).

Однако каким-либо одним показателем пользоваться некорректно, каждый из них характеризует ту или иную сторону проекта. Имеющиеся в теории и применяющиеся на практике критерии могут давать неоднозначные оценки. Выбор “нужного” критерия может при определенных условиях “помочь обосновать” то или иное решение.

**Чистый дисконтированный доход** [(ЧДД), в зарубежной практике этот показатель обозначается как NPV (Net Present



Value)] проекта. Это то количество средств, которое необходимо вложить в организацию сегодня (не осуществляя проект), чтобы получить тот же эффект, что и от осуществления проекта.

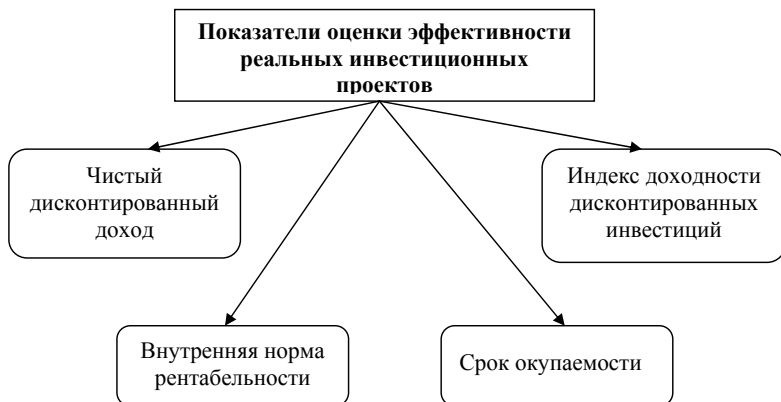


Рисунок 7.2 — Система показателей эффективности инвестиционного проекта

Это чисто экономическое определение. Рассмотрим его суть. Допустим, что в течение времени осуществления предполагаемого проекта дивиденды не выплачиваются и изменение стоимости организации изображено на рисунке 7.3.

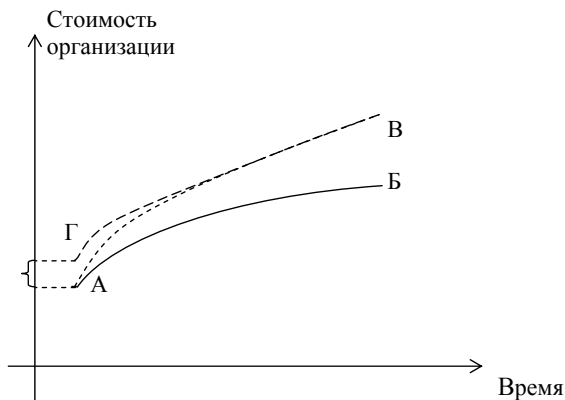


Рисунок 7.3 — Изменение стоимости организации во времени

Если проект не будет осуществлен, то стоимость организации изменится за рассматриваемое время от точки А до точки В. Осуществление проекта даст прибавку стоимости, т. е. она изменится от А к В. Возникает вопрос, какова должна была бы быть первоначальная стоимость организации, чтобы без осуществления проекта ее конечная стоимость соответствовала бы позиции В. Предположим это точка Г. Тогда чистый дисконтированный доход есть разница в стоимости организации между точками А и Г.

Чистый дисконтированный доход определяется по формуле

$$\text{ЧДД} = \sum_{i=0}^n \frac{B_i - S_i}{(1+k)^i} = \sum_{i=0}^n \frac{\Pi_i}{(1+k)^i}, \quad (7.1)$$

где  $B_i$  — выгоды проекта в  $i$ -й год, руб.;

$S_i$  — затраты проекта  $i$ -й в год, руб.;

$\Pi_i$  — годовой поток наличности в  $i$ -й год, руб.;

$k$  — норма дисконта (в зависимости от цели проекта может приниматься на уровне стоимости капитала, с учетом уровней риска или уровне процентной ставки плюс плата за риск), выраженная в долях единицы;

$n$  — число лет осуществления проекта.

Проект считается приемлемым, если его чистый дисконтированный доход больше нуля. Отрицательное значение ЧДД означает, что доходность проекта меньше объема вложенных в него средств и в случае принятия проекта инвестор понесет убыток. Если  $\text{ЧДД} = 0$ , то в случае принятия проекта благосостояние инвестора не изменится, но в то же время объемы инвестиций возрастут.

Рассмотрим пример.

**Пример 7.1.** У компании имеется предложение о покупке завода по производству минеральных удобрений по цене 700 млн руб.

Ожидаемая ежегодная сумма прибыли от производства продукции составит 150 млн руб. в течение восьми предстоящих лет. Норма дисконта (стоимость капитала, с учетом уровней риска) определена в размере 11% годовых. Следует ли организации вкладывать средства в приобретение данного объекта?

$$\text{ЧДД} = -700 + \sum_{i=1}^8 \frac{150}{(1 + 0,11)^i} = 71,9 \text{ млн руб.}$$

В таблице 7.1 показаны потоки наличности условного проекта А.

Таблица 7.1 — Потоки наличности проекта (млн руб.)

Год	Поток	Дисконтный множитель	Дисконтированный поток	Накопленный дисконтированный поток
0	-700	1	-700	-700
1	150	0,9009	135,135	-564,865
2	150	0,8116	121,7432	-443,1218
3	150	0,7311	109,6785	-333,4433
4	150	0,6587	98,8095	-234,6338
5	150	0,5945	89,0176	-145,6162
6	150	0,5346	80,1991	-65,4171
7	150	0,4716	72,2487	6,8316
8	150	0,4339	65,0889	71,9205
ЧДД 71,9 млн руб.				

В первом столбце годы, во втором — потоки, в третьем — множитель приведения, равный  $\frac{1}{(1+k)^i}$  для нормы дисконта 11%, в четвертом — дисконтированные потоки наличности с нормой 11%, в пятом — накопленные дисконтированные потоки.

В нижней строке чистый дисконтированный доход стоимости проекта для этой нормы дисконта, представляющий собой суммы дисконтированных потоков. ЧДД проекта не всегда дает правильный и полный ответ при сравнении проектов. Так, из двух проектов разной продолжительности, но с одинаковым чистым дисконтированным доходом более короткий проект предпочтительней, поскольку позволяет в оставшийся срок осуществить следующий проект; из двух проектов с одинаковым чистым дисконтированным доходом, но разными объемами инвестиций, более привлекательным является проект с меньшим объемом инвестиций, поскольку не исключена возможность ис-

пользовать свободные ресурсы в ином проекте, кроме того, чем меньше инвестиции, тем меньше риск.

Следующим методом оценки инвестиционного проекта является метод расчета внутренней нормы доходности.

**Внутренней нормой доходности** [(ВНД), в зарубежной практике этот показатель обозначается IRR (Internal Rate of Return)] называют норму дисконта, при которой чистый дисконтированный доход будет равен нулю. Для большинства реальных проектов эта та норма дисконта, при которой чистый дисконтированный доход все еще остается неотрицательным. Для таких проектов критерием приемлемости является сравнение внутренней нормы доходности со стоимостью капитала компании. Если внутренняя норма доходности выше стоимости капитала компании — проект принимается, ниже — отклоняется. Уравнение для определения внутренней нормы доходности:

$$\sum_{i=0}^n \frac{\Pi_i}{(1 + \text{ВНД})^i} = 0. \quad (7.2)$$

В практических расчетах для определения ВНД используют электронные таблицы, позволяющие рассчитывать такие финансовые показатели. В этих электронных таблицах используется алгоритм определения ВНД методом последовательных приближений. Соответственно, для определения ВНД подбирается такая норма дисконта, при которой ЧДД станет равным нулю.

Используя данные рассмотренного выше примера (с учетом проведенных приближений), подставим в формулу для расчета чистого дисконтированного дохода норму дисконта, равную 0,138222:

$$\text{ЧДД} = -700 + \sum_{i=1}^8 \frac{150}{(1 + 0,138222)^i} = -700 + (150 \times 4,6666) = 0.$$

Обращение ЧДД в нулевое значение подтверждает правильность определения ВНД.

Для оценки эффективности инвестиционных проектов значение ВНД необходимо сопоставлять с нормой дисконта  $k$ . Инве-

стиционные проекты, у которых  $ВНД > k$ , имеют положительный ЧДД и поэтому эффективны. Проекты, у которых  $ВНД < k$ , имеют отрицательный ЧДД и поэтому неэффективны.

В нашем примере  $ВНД$  превышает норму дисконта, т. е.  $ВНД > k$  ( $0,138 > 0,11$ ), что свидетельствует о положительном ЧДД. Это подтверждает эффективность проекта.

Внутренняя норма доходности определяет качество самого проекта, это та минимальная доходность, которую может обеспечить проект, оставаясь безубыточным (т. е. покрывающим инвестиционные и текущие затраты).

**Индекс доходности дисконтированных инвестиций** [(ИДД), другое название — рентабельность инвестиций; в зарубежной практике этот показатель обозначается как PI (Profitability Index)] — отношение выгод к затратам, т. е. отношение дисконтированных денежных поступлений от проекта к первоначальным затратам. ИДД показывает во сколько раз приведенные (дисконтированные) выгоды превышают приведенные затраты.

$$\text{ИДД} = \frac{\sum_{i=1}^k \left( \frac{B_i}{(1+k)^i} \right)}{\sum_{i=1}^n \left( \frac{S_i}{(1+k)^i} \right)},$$

где  $n$  — количество лет инвестиций;

$k$  — количество лет получения дохода,  $k \geq n$ .

Критерий ИДД характеризует доход на единицу затрат; именно этот критерий наиболее предпочтителен, когда необходимо упорядочить независимые проекты для создания оптимального портфеля в случае ограниченности сверху общего объема инвестиций:

- если  $\text{ИДД} > 1$ , проект следует принять;
- если  $\text{ИДД} < 1$ , проект следует отвергнуть;
- если  $\text{ИДД} = 1$ , можно принимать любое решение.

**Сроком окупаемости инвестиций с учетом дисконтирования** [(ОК), в зарубежной практике этот показатель обозначается PP (Pay-back Period) называется продолжительность перио-

да от начального момента до момента окупаемости с учетом дисконтирования. Моментом окупаемости с учетом дисконтирования называется тот наиболее ранний момент времени в расчетном периоде, после которого текущий ЧДД становится и в дальнейшем остается неотрицательным

Кроме методов и моделей анализа дисконтированных потоков наличности в реальной практике используются методы и критерии, получаемые на основе альтернативных подходов. Одним из таких подходов является анализ безубыточности.

Анализ безубыточности заключается в определении точки, в которой суммарные расходы сравниваются с доходами. Искомой величиной в этой точке выступает минимальный объем продаж. При проведении анализа безубыточности дисконтирование не проводится. Этот анализ является методом, альтернативным методам дисконтирования, в некоторой степени он совмещает анализ эффективности и анализ риска и применяется к проектам, имеющим две особенности:

- 1) фактор времени не важен (в силу краткосрочности проектов);
- 2) фактором наибольшей неопределенности выступает объем возможных продаж.

Предполагается, что общие расходы (ОР) состоят из условно-постоянных расходов ( $P_c$ ), не зависящих от количества выпущенных изделий, и условно-переменных издержек ( $P_{\pi}$ ), зависящих от количества ( $q$ ) выпущенных изделий. Предполагается, что

$$ОР = P_c + P_{\pi} \times q.$$

Общие доходы (ОД) зависят от цены ( $\Pi$ ) продукции и ее количества:

$$ОД = \Pi \times q.$$

Точкой безубыточности (ТБ) называют ситуацию равновесия: то количество продукции, при которой расходы равны доходам:

$$P_c + P_{\pi} \times ТБ = \Pi \times ТБ,$$

или

$$ТБ = \frac{P_c}{Ц - P_{п}}. \quad (7.3)$$

**Пример 7.2.** При анализе выпуска новой книги было определено, что условно-постоянные расходы на ее производство составят 45 000 руб., ее цена будет 7 руб., а условно-переменные расходы 2 руб. на 1 шт.

Определим точку безубыточности.

Решение:

$$ТБ = 45\,000 / (7 - 2) = 9000 \text{ шт.}$$

Вне рамок теории анализа дисконтированных потоков наличности для оценки экономической привлекательности инвестиционного проекта используются простые (рутинные) методы оценки инвестиций: по простому сроку окупаемости инвестиций; показателю простой рентабельности инвестиций; средней рентабельности за период жизни проекта; минимуму приведенных затрат. Причина тому — возможность получения с помощью такого рода методов некоторой дополнительной информации. Это никогда не вредно при оценке инвестиционных проектов, так как позволяет снижать риск неудачного вложения денежных средств.

При проведении анализа доходности используются две системы оценки проектов. Первая — оценка проекта с точки зрения сравнения ситуаций “организация осуществляет проект” и “организация не осуществляет проект”. Вторая — оценка проекта по принципу “купить или сделать самим”. Этот вариант предполагает оценку проекта с учетом возможности покупки аналога или возможности выполнения части работ другими организациями.

При проведении оценки эффективности следует разделять “экономический” и “бухгалтерский” подходы к определению затрат и выгод. Основное отличие в подходах заключается в следующем.

“Экономический” подход предполагает оценку всего проекта в целом. Все затраты и выгоды учитываются тогда и в тех

ценах, когда они реально были сделаны или получены. “Бухгалтерский” подход предполагает пересчет всех затрат и доходов к одному периоду и получение годовой прибыли. “Бухгалтерский” подход рожден необходимостью постоянного учета и контроля и необходимостью периодических отчетов перед государством, руководством, акционерами и т. п.

Покажем разницу “экономического” и “бухгалтерского” подходов на примере учета капитальных вложений, вложений в основные средства. Прежде всего при “экономическом” подходе все затраты и выгоды дисконтируются, т. е. учитывается альтернативная стоимость ресурсов. Кроме того, совершенно по разному трактуется амортизация основных средств. При “бухгалтерском” подходе амортизация трактуется как часть затрат (это капитальные вложения, пересчитанные для года). При “экономическом” подходе отнесение амортизации к затратам является грубейшей ошибкой, поскольку затраты на основные средства уже были учтены при расчете инвестиций и учет амортизации в таком качестве представляет двойной счет. Более того, при оценке реальной прибыли, получаемой при использовании “экономического” подхода, амортизация фактически является статьей доходов, так как чем больше амортизация в данном периоде, тем меньше “бухгалтерская” прибыль, тем меньше налоги в бюджет и больше реальная “экономическая” прибыль. Именно на разнице трактовок амортизации при “экономическом” и “бухгалтерском” подходах основан финансовый лизинг, позволяющий законно уменьшать налоговые выплаты.

Наиболее распространенным подходом является расчет эффективности всего проекта. При этом сравнение проектного решения с каким-либо другим решением, вообще говоря, не требуется. Дисконтирование автоматически учтет альтернативную стоимость ресурсов. Сравнение с аналогами требуется, если ставится цель доказать, что проектное решение является лучшим, а не неэффективным.

Однако при проведении проектирования иногда затруднительно и нецелесообразно заново рассчитывать эффективность всего проекта, если в него вносится незначительное изменение.



В этом случае часто используют следующий прием. Сравнивают затраты и выгоды проекта с предлагаемой модификацией и базового варианта. При этом рассматриваются только приращение затрат и выгод. Такой подход носит название дифференциального. А получаемые критерии доходности дифференциальными: дифференциальный чистый дисконтированный доход, дифференциальная внутренняя норма рентабельности.

Любое предпринимательское и управленческое решение не может базироваться только на оценке доходности — наличие риска в экономике признается всеми. Риск связан с тем, что доход от проекта является случайной, а не детерминированной величиной (т. е. неизвестной в момент принятия решения об инвестировании), равно как и величина убытков. Отсюда следует, что наиболее распространенной ошибкой компаний, осуществляющих инвестиционную деятельность, является недостаточная проработка рисков, которые могут повлиять на доходность этой деятельности. Поскольку такие ошибки могут привести к неверным инвестиционным решениям и значительным убыткам, очень важно своевременно выявить и оценить все проектные риски и постараться минимизировать общий риск проектов.

При рассмотрении любого проекта предполагается, что в зависимости от знания того или иного фактора, могущего влиять на осуществление проекта, имеется ситуация определенности, риска или неопределенности.

*Под ситуацией определенности* понимается точное достоверное знание детерминированной ситуации.

*Под ситуацией неопределенности* понимают отсутствие достоверных знаний по ситуации.

*Под риском* понимают знание ситуации с некоторой вероятностью.

Характерной особенностью для российских компаний является отсутствие единых стандартизованных механизмов оценки рисков.

Оценку рисков проекта можно подразделить на два взаимно дополняющих друг друга вида: качественный и количественный.

В ходе качественного (описательного) анализа рисков исследуют причины возникновения рисков и факторы, способствующие

щие их развитию, а также разрабатывают мероприятия по борьбе с выявленными проектными рисками и определяют их примерную стоимость.

**Цель качественного анализа рисков инвестиционного проекта** — выявить риски и установить их важность, а также определить, когда требуется проявить к ним внимание. Качественный анализ рисков проводится на стадии разработки бизнес-плана проекта и состоит из этапов, отраженных на рисунке 7.4.

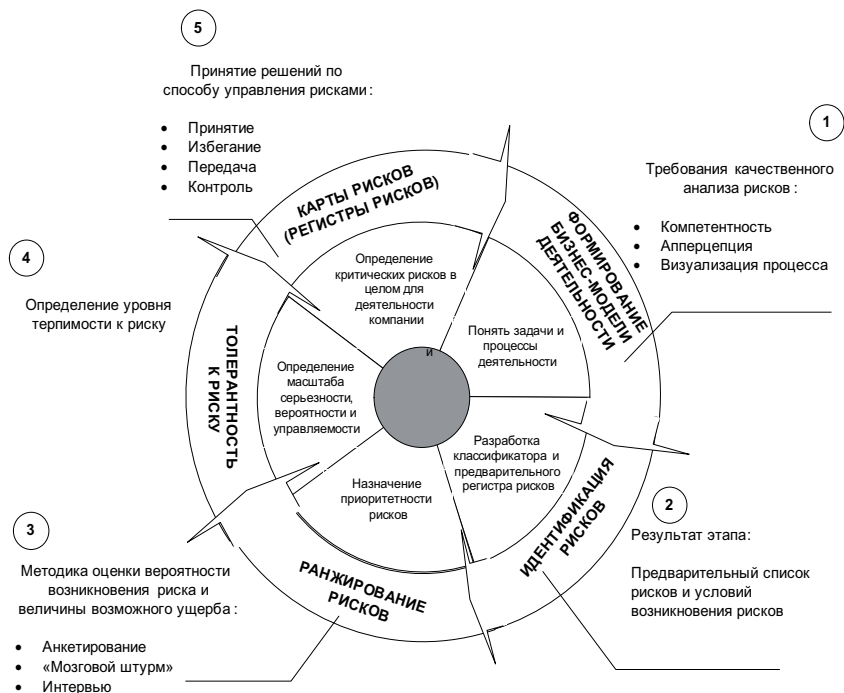


Рисунок 7.4 — Основные этапы анализа рисков инвестиционных проектов (качественный подход)

**1. Формирование бизнес-модели деятельности.** Выявить и оценить риски можно только на основе исследования бизнес-процесса. Недостаточное понимание бизнес-процессов может привести к “пропуску” рисков. Основными требованиями к мо-

дели являются: построение ее профессионалами, понятность и визуализация.

2. *Идентификация рисков.* К методу идентификации (выявления) рисков предъявляются следующие требования:

- компетенции — необходимо участие специалистов конкретной области деятельности в выявлении рисков;
- полноты — способность выбранного метода выявить все основные риски.

На данном этапе возможно за основу взять классификатор рисков, составленный с учетом российских стандартов по бухгалтерскому учету (ПБУ), международных стандартов финансовой отчетности (МСФО) и лучших стандартов в мировой практике внутреннего контроля и управления рисками (гл. 2 “Концепции финансового менеджмента”).

Классификатор рисков, содержащий виды и факторы рисков, вместе с моделью бизнес-процесса является основой для формирования матрицы рисков, вариант которой отображен на рисунке 7.5.

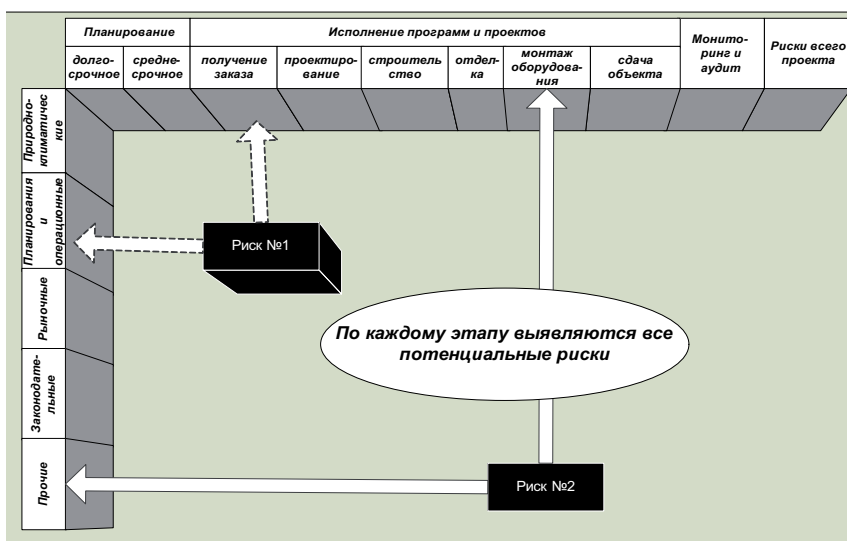


Рисунок 7.5 — Группировки рисков по стадиям бизнес-процесса и категориям рисков в матрице рисков

Форма матрицы рисков позволяет создать наиболее полный список рисков на всех стадиях бизнес-процесса, поскольку достигается визуализация отражения рисков всех категорий на всех стадиях проекта. По горизонтали на ней откладываются все стадии бизнес-процесса, выявленные на первом этапе качественного анализа рисков, а по вертикали категории рисков из выбранной классификации.

3. *Ранжирование рисков* — процесс присвоения приоритета, преобладающего значения, первоочередной значимости риску — проводится на основе анкетирования. Анкета представляет собой таблицу (рисунок 7.6), в которой указывается название риска, оценка возможности наступления риска.

Возможны также и другие способы ранжирования рисков, например применение “мозгового штурма”. Главным условием является соблюдения принципа компетентности — привлечение достаточного числа квалифицированных экспертов. Это позволит в большей мере исключить возможность ошибок и неверных оценок рисков.

4. *Толерантность к риску* — показатель или совокупность показателей, отражающих уровень риска, приемлемый для данного инвестиционного проекта. Методы оценки толерантности к риску можно подразделить на два типа. Первый метод представляет собой последовательный выбор между парами альтернатив, каждая из которых характеризуется величиной прибыли или потерь и вероятностью данного исхода. Вторым методом, который является основным инструментом оценки толерантности к риску в западных компаниях, являются вопросники. Типичный вопросник имеет не менее 10, но не более 25 вопросов.

5. *Заключительный этап — построение карты рисков инвестиционного проекта*. Карта риска — графическое описание нескольких рисков, по одной “оси” которой указан возможный ущерб при реализации риска, а по другой — вероятность его возникновения. На рисунке 7.7 приведен пример карты рисков инвестиционного проекта.

Но- мер	Название риска	Возможность наступления риска					Последствия наступления риска				
		Низкая	Ниже сред - него	Сред- няя	Выше среднего	Высокая	Низкие	Ниже средне- го	Средние	Выше средне- го	Сущест- венные
		Никогда не наступ- ил в отрасли	Насту- пил в отрасли, но не в общест- ве	Насту- пил в одном из про- ектов	Наступал в несколь- ких про- ектах за 5 лет	Наступа- ет в боль- шинстве проектов					
	Рост затрат на строитель- ство сква- жин						Рост затрат менее 10%	Рост затрат на 10–20%	Рост затрат на 20–30%	Рост затрат на 30–50%	Рост затрат более 50%
	Коммен- тарии						Коммен- тарии				

Рисунок 7.6 — Пример анкеты для качественной оценки риска инвестиционного проекта



Рисунок 7.7 — Вариант карты рисков инвестиционного проекта

Карта рисков очень удобна для наглядности рисков и степени их опасности. Простота ее построения позволяет сразу оценить риски, на которых стоит заострить внимание. Риски размещаются на карте на основании ранга их воздействия и ранга вероятности. Основное требование к этому процессу — соблюдение принципа апперцепции. Современные информационные системы обладают огромными возможностями для построения любых вариантов карт рисков в автоматическом режиме.

Перед построением карты рисков определяются так называемые области и границы толерантности к риску (выявленные на предыдущем этапе качественного анализа рисков), которые отражают терпимость к риску.

Например, можно выделить зоны риска:

1. Зона “допустимого риска” (риски обозначены цифрой 1): вероятность воздействия риска от 0 до 0,35 (включительно); величина потерь в результате воздействия риска составляет от 0 до 25% (включительно) общей величины плановой прибыли по проекту.

2. Зона “критического риска” (риски обозначены цифрой 2): вероятность воздействия риска составляет от 0,36 до 0,70 (включительно); потери от воздействия риска — от 26 до 50% (включительно) величины плановой прибыли по проекту.

3. Зона “катастрофического риска” (риски обозначены цифрой 3): вероятность воздействия риска свыше 0,71; величина потерь в результате воздействия риска составляет более 51% общей величины плановой прибыли по проекту.

На карте выделяют критическую границу терпимости к риску — ломаная жирная линия, которая отделяет “терпимые” риски в настоящее время от тех, которые требуют постоянного контроля и именно сейчас.

Основное значение карты рисков заключается не в определении точных значений параметров воздействия и вероятности рисков, специфических угроз, а в относительном расположении одного вида риска или угрозы по отношению к другому и в их расположении по отношению к границам толерантности.

В результате чего определяется перечень основных рисков конкретного проекта и план мероприятий по управлению рисками

Таким образом, одним из наиболее наглядных методов выявления основных рисков проекта является картографирование. Карта рисков позволяет визуализировать риски проекта или компании, препятствующие достижению поставленных целей.

**Цель количественного анализа инвестиционного проекта** — изучение и расчет изменений критериев проекта, например ЧДД, в зависимости от изменения выявленных факторов риска.

Наиболее распространенными методами количественного анализа рисков являются: анализ чувствительности; сценарный подход; построение “дерева решений” и методы имитационного моделирования (метод Монте-Карло).

*Метод анализа чувствительности критериев эффективности инвестиций* (ЧДД, ВНР, ИДД, ОК и др.) позволяет инвестиционным аналитикам субъективно и вместе с тем на количественной основе оценить влияние на инвестиционный проект изменение его главных переменных. Он дает возможность определить последствия реализации прогнозных характеристик инвестиционного проекта при их возможных колебаниях как в положительную сторону, так и в отрицательную.

Основные достоинства метода — объективность, теоретическая прозрачность, простота расчетов, экономико-математическая естественность результатов и наглядность их толкования.

Существенный недостаток — его однофакторность, т. е. ориентация на изменения только одного фактора проекта, что приводит к недочету возможной связи между отдельными факторами или недоучету их корреляции.

Достаточно часто при проведении количественного анализа риска инвестиционного проекта используется метод “анализа сценариев”, или сценарный подход. *Сценарный подход* позволяет преодолеть основной недостаток метода, основывающегося на анализе чувствительности. Дело в том, что с его помощью можно учесть одновременное (параллельное) влияние изменений факторов риска. В результате проведения сценарного анализа определяется воздействие на критерии (показатели) эф-



фективности одновременного изменения всех основных переменных инвестиционного проекта, определяющих величины его денежных потоков.

Чаще всего этот метод заключается в построении и исследовании трех предположений о возможных сценариях развития. Разрабатывают так называемые наиболее вероятный, пессимистический и оптимистический сценарии, позволяющие приблизительно оценить разброс конечных результатов проекта и его прибыльность (убыточность) при улучшении и ухудшении экономической ситуации. Метод также применяют и к иному количеству сценариев, как правило, их 2–4.

Похож на метод сценариев *метод построения “дерева решений”*, который основан на построении многовариантного прогноза динамики внешней среды. В отличие от метода сценариев он предполагает возможность принятия самой организацией решений, изменяющих ход реализации инвестиционного проекта (осуществление выбора) и использующих особую графическую форму представления результатов (“дерево решений”). Этот метод может применяться как в условиях риска, так и в условиях неопределенности или полной определенности. Аналитик подсчитывает значения выбранного критерия эффективности (например, ЧДД) вдоль каждой “ветви” дерева, а при анализе рисков также и вероятность каждого значения. На основе полученных значений можно построить кривую распределения вероятностей (профиль риска) и выбрать наилучший (оптимальный) вариант реализации инвестиционного проекта. Преимуществом метода “дерева решений” является наглядность его результатов и процесса анализа, а недостатком — его техническая сложность при наличии больших размеров исследуемого “дерева решений”.

*Метод имитационного моделирования* (метод Монте-Карло) объединяет анализ чувствительности и анализ сценариев. Это достаточно сложная методика, не применимая без специальных программных продуктов. Результатом такого анализа выступает распределение вероятностей возможных результатов проекта (например, вероятность получения  $\text{ЧДД} < 0$ ).

Имитация — процесс создания модели и ее экспериментальное применение для определения реальной ситуации. Главная идея имитирования — использование некоего устройства для имитации реальной системы, чтобы исследовать и понять ее свойства, поведение, характеристики.

Для сложных систем многие функции, параметры, характеристики носят случайный характер, и для их оценки используется аппарат статистических испытаний, а сам метод Монте-Карло называют методом статистических испытаний. Метод дает наиболее точные и обоснованные оценки вероятностей по сравнению с прочими методами. Однако точность оценок в значительной степени зависит от качества исходных предположений и учета взаимосвязей переменных с внешней средой. Методика оценки проектных рисков методом Монте-Карло может проводиться в следующем порядке:

*Первый этап.* Построение модели инвестиционного проекта. Для применения метода Монте-Карло необходима модель, позволяющая для любого заданного значения варьируемого параметра (например, цены продукции проекта) получать значения исследуемых показателя (показателей) эффективности проекта (например, ЧДД). Кроме того, модель должна быть приспособлена к проведению расчетов, отраженных в этапах ниже.

*Второй этап.* Определение ключевых факторов инвестиционного проекта и диапазона их изменения. Самый ответственный момент — это определение наиболее значимых факторов для оценки риска инвестиционных проектов. Ими могут быть: цена выпускаемой продукции; объем выпускаемой продукции; цена на сырье и материалы; объем используемого сырья и материалов; сводная сметная стоимость проекта; курс валют и др. Наилучшим вариантом является определение этих факторов на основе применения методики качественного анализа рисков, отраженной выше.

Далее задается диапазон изменения каждого фактора, т. е. минимальная и максимальная границы их изменения за весь расчетный период, а также функции факторов как случайной величины.

Функцию, при которой случайная величина имеет равномерное распределение, используют, когда невозможно точно

определить вероятность того, что непрерывная случайная величина принимает какое-то конкретное значение. Нормальное распределение предполагает, что варианты прогнозируемого параметра тяготеют к среднему значению. Значения параметра, существенно отличающиеся от среднего, т. е. находящиеся в “хвостах” распределения, имеют малую вероятность осуществления. Графическое изображение функции нормального распределения представлено на рисунке 7.8.

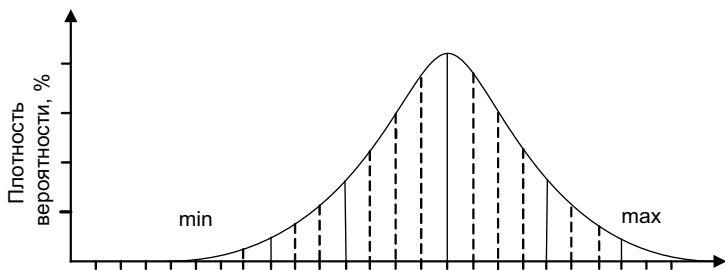


Рисунок 7.8 — Функция нормального распределения

*Третий этап.* Задание условий осуществления вычислительного эксперимента (условий для имитации, случайного набора сценарных условий). Определяется случайная комбинация значений исследуемых факторов посредством использования математических функций. Метод Монте-Карло достаточно трудоемкий, и его невозможно провести без использования вычислительной техники. Случайные значения факторов задаются с использованием стандартных средств EXCEL или другого программного продукта.

*Четвертый этап.* Осуществление вычислительного эксперимента (имитация). Программа имитирует неопределенность рыночных процессов, подставляя выбранную случайным образом величину в экономико-математическую модель расчета показателей экономической эффективности.

*Пятый этап.* Повторение вычислительного эксперимента (многократная имитация). Многократное (как правило, несколько тысяч раз) повторение 3-го и 4-го этапов.

Реализуются возможные сценарии развития событий с учетом того, что факторы, влияющие на показатели эффективности, заданы как случайные числа. Расчет сценариев развития событий осуществляется автоматически. В каждом сценарии производится расчет показателя эффективности инвестиционного проекта — чистого дисконтированного дохода проекта (ЧДД), в результате чего получается массив значений ЧДД. Или оценка по другим показателям доходности.

*Шестой этап.* Полученный массив анализируется с помощью статистических методов, которые основаны на обработке информации о результатах и исходе подобного события. Величина и степень риска измеряются расчетом средних величин исхода и их колебаний. Могут рассчитываться:

- среднее значение  $\text{ЧДД}_{\text{ср}}$ ;
- среднеквадратическое отклонение ( $\sigma$ );
- коэффициент вариации ( $V$ );
- минимальное значение  $\text{ЧДД}_{\text{min}}$ ;
- максимальное значение  $\text{ЧДД}_{\text{max}}$ ;
- вероятность получения отрицательного результата от реализации инвестиционного проекта, %.

В целом здесь используются те же подходы и показатели, как и в анализе рисков инвестиций в ценные бумаги.

В соответствии со статистическим правилом (“правило трех сигм”) интервалы для значения ЧДД следующие:

- с вероятностью 68,3% — в диапазоне:  $\text{ЧДД}_{\text{ср}} - \sigma \leq \text{ЧДД}_{\text{ср}} \leq \text{ЧДД}_{\text{ср}} + \sigma$ ;
- с вероятностью 94,5% — в диапазоне:  $\text{ЧДД}_{\text{ср}} - 2\sigma \leq \text{ЧДД}_{\text{ср}} \leq \text{ЧДД}_{\text{ср}} + 2\sigma$ ;
- с вероятностью 99,7% — в диапазоне:  $\text{ЧДД}_{\text{ср}} - 3\sigma \leq \text{ЧДД}_{\text{ср}} \leq \text{ЧДД}_{\text{ср}} + 3\sigma$ ;

Статистическим критерием оценки риска является коэффициент вариации. В зависимости от значения коэффициента вариации, ранжируется риск анализируемого проекта и присваивается соответствующий класс риска (например, как указано в таблице 7.2).

Таблица 7.2 — Классы проектных рисков

Уровень риска	Коэффициент вариации, %	Класс риска
Слабый риск	До 10	1
Умеренный риск	До 20	2
Сильный риск	До 50	3
Критический риск	> 50	4

Далее на основании риска и приоритетности проекта уточняется или строится карта проектных рисков и принимается решение, касающееся принятия или отказа от проекта, а также мероприятия по управлению рисками (аналогично применению только качественной методики оценки рисков).

Основные достоинства имитационного моделирования:

- позволяет изучить длительный интервал функционирования системы в сжатые сроки или, наоборот, изучить более подробно работу системы в развернутый интервал времени;
- можно сравнить предлагаемые альтернативные варианты проектов системы в развернутый интервал времени.

Недостатки метода:

- разработка имитационного модели стоит дорого и требует много времени. Каждый прогон (10 тыс. повторов) стохастической имитационной модели позволяет получить лишь оценки настоящих характеристик модели для определенного набора входных параметров. То есть для каждого изучаемого набора входных параметров понадобится несколько независимых прогонов модели. Поэтому если может быть легко разработана аналитическая модель, адекватная системе, то лучше воспользоваться ею;
- если модель не является адекватным представлением изучаемой системы, результаты моделирования будут содержать мало полезной информации о действительной системе. Поэтому необходимо привлекать квалифицированных специалистов в тех областях, исследование которых происходит.

Выбор конкретного метода анализа инвестиционного риска зависит от информационной базы, требований к конечным результатам (показателям) и к уровню надежности планирования

инвестиций. Для небольших проектов можно ограничиться методами анализа чувствительности и корректировки нормы дисконта, для крупных проектов — провести имитационное моделирование и построить кривые распределения вероятностей, а в случае зависимости результатов проекта от наступления определенных событий или принятия определенных решений — построить также дерево решений.

Методы анализа рисков, по мнению многих специалистов, следует применять комплексно, используя наиболее простые из них на стадии предварительной оценки, а сложные и требующие дополнительной информации — при окончательном обосновании инвестиций. Результаты применения различных методов к одному и тому же проекту дополняют друг друга.

Таким образом, наиболее эффективным является комплексный подход к анализу рисков. С одной стороны, такой подход позволяет получать более полное представление о возможных результатах реализации проекта, т. е. обо всех позитивных и негативных неожиданностях, ожидающих инвестора, а с другой стороны, делает возможным широкое применение математических методов (в особенности вероятностно-статистических) для анализа рисков инвестиционных проектов.

### **7.3. Источники средств для долгосрочных инвестиций в основной капитал и методы финансирования**

Источниками финансирования долгосрочных инвестиций в основной капитал являются:

- собственные средства (акции, реинвестированная прибыль, амортизационные отчисления, имущество и др.);
- заемные средства (банковские кредиты, облигационные займы и др. виды заемных средств);
- производные финансовые инструменты:

Методы долгосрочного финансирования также разнообразны. Ими могут быть:

- прямые вложения нераспределенной прибыли и амортизации;

- эмиссия акций;
- долгосрочные кредиты коммерческих банков;
- выпуск облигационных займов;
- ипотека;
- арендное финансирование (лизинг);
- проектное финансирование;
- венчурное финансирование и др.

Рассмотрим сущность отдельных источников и методов долгосрочного финансирования.

*Финансирование за счет собственных средств в виде прибыли, амортизационных отчислений и накоплений имеет ряд преимуществ:* наиболее доступен; не приводит к изменению сложившейся структуры и стоимости капитала; позволяет привлекать дополнительные кредиты, не изменяя соотношение собственных и заемных средств; не вызывает дополнительных рисков потери платежеспособности и кредитоспособности; не приводит к изменению форм собственности. Но этот источник долгосрочного финансирования ограничен возможностями компании генерировать доход и, следовательно, может снижать ее инвестиционные потребности. Кроме того, собственная прибыль является основным источником финансирования текущей деятельности, в том числе финансирования оборотных активов, решения задач социальной сферы, выплаты дивидендов и др.

*Эмиссия акций* — одна из наиболее распространенных форм финансирования крупных инвестиционных проектов. Акционерный капитал можно приобретать путем выпуска (эмиссии) двух видов акций; обыкновенных и привилегированных. Их потенциальными покупателями могут быть заказчики, заинтересованные в продукции (товаре, услугах и т. п.), производимой в результате ввода в эксплуатацию объекта инвестиций, а также внешние инвесторы, заинтересованные в окупаемости вложенных средств, получении прибыли или приросте стоимости основного капитала.

Привлечение внешних источников финансирования за счет эмиссии акций имеет свои преимущества и недостатки. Преимуществами являются: возможность привлечения больших сумм

одновременно; размер дивидендов и политика их выплат определяются самой компанией, их величина не фиксируется, компания может использовать дивиденды для реинвестирования; обеспечивается устойчивое соотношение собственных и заемных средств, и отсюда снижается финансовый риск. Недостатки заключаются в следующем: достаточно большие средства на создание и размещение ценных бумаг; невыплаты дивидендов приводят к потере имиджа и, значит, стоимости компании; привлекаемые новые инвесторы имеют право голоса, поэтому может быть потерян контрольный или блокирующий пакет в управлении, а значит, ослабляются позиции менеджмента компании; прибыль должна быть распределена на большее число участников.

Таким образом, считается, что дополнительная эмиссия акций является дорогостоящим источником долгосрочного финансирования. Объем получаемых финансовых средств, привлекаемых с фондового рынка, может оказаться существенно ниже требуемой величины, что зависит от рейтинга компании, затрат на размещение акций, успешности рекламной кампании и др. Поэтому финансирование за счет эмиссии акций рекомендуется, когда у компании сложилось высокое соотношение заемных и собственных средств до осуществления вложений.

Наиболее распространенной формой долгосрочного долгового финансирования инвестиций во многих странах являются *долгосрочные кредиты коммерческих банков*. Финансирование посредством кредитов может оказаться предпочтительным для инвестиций в уже действующую организацию (к тому же действующую успешно), например для расширения, модернизации, реконструкции либо на поддержание имеющейся производственной мощности на необходимом уровне. От таких компаний банки не будут требовать повышенной платы за кредит ввиду незначительного риска. При создании же новых организаций, реализации новых инвестиционных проектов привлечение кредита связано с большим риском, так как его получение обязательно включает жесткую систему платежей, обеспечивающих возврат основного долга и процентов. Соблюдение же сроков оплаты может оказаться для новых организаций затрудни-



тельным ввиду медленного нарастания суммы прибыли (дохода). Следует подчеркнуть, что использование большой доли долгосрочных кредитов создает трудности в компании: нарушается соотношение заемных и собственных средств, что ухудшает кредито- и платежеспособность; стоимость заемного капитала увеличивается по мере роста его доли в пассивах, а отсюда увеличивается средневзвешенная стоимость всего капитала.

Кроме того, в данный момент на рынке кредитования сложилась такая ситуация, когда недостаточно предоставить обременение в обеспечение (залог), требуются также поручительства третьих сторон или гарантии банков. Большие кредиты требуют серьезного обоснования и прозрачности.

Все это необходимо учитывать при определении источников финансирования. В России стоимость долгосрочных кредитов достаточно высока, в том числе из-за высокой ставки рефинансирования. По публикуемым данным, российские банки в настоящее время в основном осуществляют кратко- и среднесрочное финансирование.

*Облигационные займы как источник заемного финансирования инвестиций* находят пока ограниченное применение, поскольку эмитировать облигации способны только акционерные компании, платежеспособность которых не вызывает сомнений у инвесторов и кредиторов. Достоинствами облигаций как долгового источника финансирования инвестиций являются:

- возможность привлечения большой суммы денежных средств;
- использование средств не только банковского сектора, но и других участников финансового рынка, привлечение мелких кредиторов;
- возможность растянуть сроки погашения кредита на длительный срок;
- законодательство большинства развитых стран позволяет снизить налогооблагаемую прибыль на величину процентов по облигационным займам;
- эмиссия облигаций обходится дешевле по сравнению с эмиссией акций;

- облигации обладают меньшим риском по сравнению с акциями.

Главный ограничитель при эмиссии облигаций — размер собственности. Закон “Об акционерных обществах” устанавливает, что “номинальная стоимость всех выпущенных облигаций не должна превышать размер уставного капитала общества и (или) величину обеспечения, предоставленного в этих целях обществу третьими лицами” (п. 3 ст. 33).

В экономически развитых странах свыше 50% всех частных инвестиций имеют источником облигации, в то время как за счет выпуска акций финансируется около 5% инвестиций. В России эмиссия корпоративных облигаций пока не является весомым источником инвестиций.

Один из важнейших источников долгосрочного финансирования в странах с развитой рыночной экономикой — *ссуда под залог недвижимости (ипотека)*. В этом случае владелец имущества получает ссуду у залогодержателя, а в качестве обеспечения возврата долга передает ему право на преимущественное удовлетворение своего требования из стоимости заложенного имущества в случае отказа от погашения (или неполного погашения) задолженности. Объектом залога могут быть здания и сооружения, дома, земля, другие виды недвижимости, находящиеся в собственности предприятий и физических лиц.

Известно несколько видов ссуд, используемых для финансирования инвестиций: стандартная ипотечная ссуда — погашение долга и выплата процентов осуществляются равными долями; ссуда с ростом платежей — на начальном этапе взносы увеличиваются с определенным постоянным темпом, а далее выплачиваются постоянными суммами; ипотека с изменяющейся суммой выплат — в льготный период выплачиваются только проценты и основная сумма долга не увеличивается; ипотека с залоговым счетом — открывается специальный счет, на который должник вносит некоторую сумму средств для подстраховки выплаты взносов на первом этапе осуществления проекта; заем со сниженной ставкой — залоговый счет открывает продавец поставляемого оборудования. Эта форма получения кредита в настоящее время только получает распространение в жилищном строительстве.

В настоящий момент все более популярным инвестиционным инструментом в России становится лизинг. Это связано в первую очередь с преимуществами в налогообложении, которые позволяют существенно сократить издержки на выплату налога на имущество и налога на прибыль. Также стоит отметить, что лизинг не требует дополнительного обеспечения, как, например, кредит. При лизинге эта проблема практически исчезает, так как согласно Федеральному закону “О финансовой аренде (лизинге)” от 29 октября 1998 г. № 164-ФЗ предмет лизинга всегда остается собственностью лизингодателя, в независимости от того, на чьем балансе находится оборудование (лизингодателя или лизингополучателя).

В настоящем Федеральном законе используются следующие основные понятия:

- лизинг — совокупность экономических и правовых отношений, возникающих в связи с реализацией договора лизинга, в том числе приобретением предмета лизинга;

- договор лизинга — договор, в соответствии с которым арендодатель (далее — лизингодатель) обязуется приобрести в собственность указанное арендатором (далее — лизингополучатель) имущество у определенного им продавца и предоставить лизингополучателю это имущество за плату во временное владение и пользование. Договором лизинга может быть предусмотрено, что выбор продавца и приобретаемого имущества осуществляется лизингодателем;

- лизинговая деятельность — вид инвестиционной деятельности по приобретению имущества и передаче его в лизинг.

Участники договора лизинга следующие:

- лизингодатель — физическое или юридическое лицо, которое за счет привлеченных и (или) собственных средств приобретает в ходе реализации договора лизинга в собственность имущество и предоставляет его в качестве предмета лизинга лизингополучателю за определенную плату, на определенный срок и на определенных условиях во временное владение и в пользование...;

- лизингополучатель — физическое или юридическое лицо, которое в соответствии с договором лизинга обязано принять предмет лизинга за определенную плату, на определенный срок

и на определенных условиях во временное владение и в пользование в соответствии с договором лизинга;

- продавец — физическое или юридическое лицо, которое в соответствии с договором купли-продажи с лизингодателем продает лизингодателю в обусловленный срок имущество, являющееся предметом лизинга...

Лизинг — это система финансирования, в которой задействованы элементы аренды, кредитного финансирования под залог, расчеты по долговым обязательствам.

Следует также обратить внимание на возможность применения *возвратного лизинга* (рисунок 7.9).

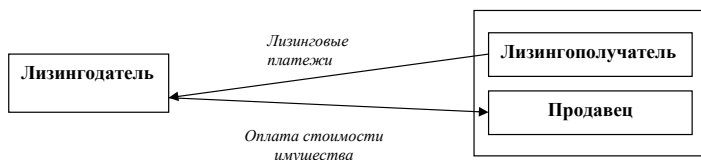


Рисунок 7.9 — Схема возвратного лизинга

Возвратный лизинг — вид лизинга, при котором лизингополучатель и поставщик являются одним лицом (субъектом). Хотя в Законе «О финансовой аренде (лизинге)» исключено понятие возвратного лизинга, одно и то же лицо по-прежнему может выступать одновременно и как продавец оборудования, и как лизингополучатель (п. 1 ст. 4 Закона). Иначе говоря, в данном случае исключено лишь понятие, но осуществление указанной процедуры не запрещено. В постановлении от 16 января 2007 г. № 9010/06 Президиум ВАС РФ сделал вывод: возвратный лизинг — это законная сделка с разумными хозяйственными мотивами для обеих сторон, не ведущая к необоснованной налоговой выгоде.

Компания может получить обоснованную финансовую выгоду. Так, при прочих равных условиях лизинговые платежи могут быть меньше платежей по кредиту. Это обусловлено тем, что лизинговая компания имеет право без лицензии Банка России получать на длительный срок кредиты от нерезидентов России (например, от западных банков), а проценты за пользование кредитом в западном банке, как правило, существенно ниже, чем в

российском. Если у организации есть оборудование, необходимое для производства, но нет финансовых ресурсов, она продаст лизинговой компании оборудование и одновременно берет его в лизинг. При продаже оборудования организация получает необходимые денежные средства, часть из которых идет на уплату лизинговых платежей на начальном этапе, а часть — на прочие производственные нужды.

Механизм возвратного лизинга сводится к тому, что собственник продает (закладывает) имеющийся на балансе актив, выкупая его в последующем (снимая обременение залога).

Это в основном интересно тем компаниям, для которых существует недостаток собственных ресурсов, например для исполнения долгосрочных инвестиционных программ, закупки сырья и т. д.

Один из основных минусов возвратного лизинга (если, конечно, сделка заключается между независимыми компаниями) состоит в том, что организация лишается своего имущества — ведь при определенных обстоятельствах (а точнее при нарушении существенных условий лизингового договора) лизингодатель имеет право расторгнуть договор лизинга, и тогда лизинговое имущество останется у него. Поэтому иногда организациям выгоднее заплатить высокие расходы по банковскому кредиту, чем заключать договор возвратного лизинга и рисковать своей собственностью. Кроме того, с полученной за выкупаемое имущество суммы (за вычетом остаточной стоимости) нужно заплатить налог на прибыль (20%), в случае если цена договора продажи более суммы балансовой стоимости имущества, и смириться с тем, что часть полученных денег тут же уйдет в бюджет в виде НДС согласно НК РФ.

В первую очередь этот инструмент необходим для структур, имеющих значительную инвестиционную программу. Для выполнения любой инвестиционной программы необходимо иметь как минимум 30% собственных денежных средств от общего объема программы, которые необходимо направить либо в лизинговую компанию, как авансовый платеж, либо в качестве оплаты аванса при кредитовании (банк обычно предоставляет не более 70% от объема инвестиционной программы).

Как правило, инвестиционная программа требует существенное отвлечение собственных ресурсов. В то же время ин-

вестору нецелесообразно отвлекать из оборота компании такую существенную сумму. Именно как решение такой проблемы удобнее всего использовать возвратный лизинг, который позволяет не только привлечь необходимую для инвестиций сумму, но и с помощью графика лизинговых платежей максимально улучшить финансовое состояние компании.

В любом случае выбор останется за инвестором, в то же время, учитывая простоту взаимоотношений с лизинговой компанией, налоговый щит, и возможность моделирования не только денежных потоков, но и прибыльности компании, возвратный лизинг имеет существенные конкурентные преимущества перед кредитованием.

Таким образом, в силу сложившейся ситуации дефицита ликвидных средств на финансовых рынках, необходимости принятия быстрых решений, требующих достаточного количества свободных средств у компании, лизинг является полноценной альтернативой имеющихся финансовых механизмов.

*Проектное финансирование* в развитых странах используется уже давно. В России это финансирование под определенный проект, в котором в качестве источника возврата ссуды и процентов по ней используется денежный поток, генерируемый данным проектом. Проектное финансирование осуществляется на основе учета и управления рисками, распределения рисков между участниками проекта и анализа затрат и получаемых доходов.

По сравнению с традиционными формами проектное финансирование имеет ряд преимуществ. Во-первых, кредитор заранее знает денежный поток проекта и может обоснованно рассчитывать его кредитоспособность, с учетом которой принимается решение о стоимости кредита и сроках возврата. Если проект достаточно значим и прибылен, то для заемщика имеется возможность получить денежные средства с меньшей стоимостью.

Проектное финансирование называют также финансированием без права регресса. Регресс — это требование о возмещении предоставленной в заем суммы со всего имущества заемщика.

Различают три формы финансирования проекта:

- с полным регрессом на заемщика;

- без права регресса на заемщика;
- с частичным правом регресса на заемщика.

Две последние формы финансирования проекта называют проектным финансированием.

Финансирование с *полным регрессом на заемщика* — это финансирование при наличии права у кредиторов проекта требования возврата долга со всего имущества заемщика. Риски проекта целиком возложены на заемщика, зато при этом “цена” займа относительно невысока и позволяет быстро получить финансовые средства для реализации проекта. Такая форма финансирования используется в основном для малорентабельных, требующих больших затрат проектов. Собственно данную форму нельзя назвать проектным финансированием, это форма финансирования проекта, поскольку ограничения права регресса здесь нет.

Финансирование *без права регресса на заемщика* — такая форма финансирования, при которой кредитор не имеет никаких гарантий от заемщика на получение предоставленных средств, за исключением денежного потока и имущества по реализуемому проекту и принимает на себя все риски, связанные с реализацией проекта. Стоимость такого финансирования достаточно высока для заемщика, поскольку кредитор стремится получить соответствующую компенсацию за высокую степень риска. Следовательно, финансируются только проекты, имеющие потенциал высокой отдачи вложенного капитала. Для снижения стоимости кредита часто используется залог имущества заемщика, способный покрыть часть займа. Если залог способен покрыть всю сумму займа, то применяют кредитование под залог, поскольку оно для заемщика дешевле. Собственно получение кредита под залог — также финансирование без права регресса на другое имущество заемщика, но здесь возмещение возможно не с гипотетических поступлений от проекта, а путем реализации существующего имущества.

При финансировании с *частичным правом регресса* на каждого участника проекта возлагается часть, как правило, завися-

щая от него риска. Таким образом, все участники принимают на себя конкретные коммерческие обязательства и заинтересованы в их выполнении, поскольку величина возможного ущерба участника проекта зависит прежде всего от эффективной деятельности этого конкретного участника проекта.

Одной из форм долгосрочного финансирования в западных компаниях является *привлечение венчурного (рискового) капитала* — это инвестиции в венчурные (рисковые) проекты освоения новых технологий, видов продукции или услуг. Принципиальное отличие таких инвестиций — в необязательности их возврата. Первоначальным источником привлечения венчурного капитала служат личные сбережения учредителей и займы. Главный стимул финансирования — получение вкладчиком учредительного дохода, доли прибыли от реализации идеи, проекта. Цель собственников венчурного капитала часто сводится к финансированию такой стадии деятельности венчурной организации, на которой можно выпускать и продавать акции, стоимость которых значительно превышает объем вложенного капитала.

Объектами инвестиций для венчурного капитала могут быть компании, перспективы которых слишком рискованны для получения кредитов в банке, но которые обещают высокие прибыли в случае успеха. Не отвечая за текущее руководство деятельностью организации, венчурный капиталист активно способствует его развитию, успеху, помогая руководителям в области общей стратегии, финансовом планировании, усовершенствовании продукции, маркетинге и соглашениях с техническими партнерами о новых технологиях. Степень риска, связанного с инвестициями, будет зависеть от того, на какое вознаграждение может рассчитывать инвестор. Изъятие венчурного капитала происходит, как правило, через 10–15 лет после исходных инвестиций.

Каждая из рассмотренных форм финансирования имеет свои особенности, поэтому правильно оценить последствия различных способов инвестирования можно только лишь при сравнении их альтернативных вариантов.



В странах с развитой рыночной экономикой разработаны новые инструменты долгосрочного финансирования: права на льготную покупку акций, варранты, залоговые операции, секьюритизация активов и др. Все эти инструменты не противостоят российскому законодательству, т. е. могут применяться в отечественной практике. Несомненно, остается масса возможностей для введения новшеств, и они будут появляться, так как экономика продолжает меняться. Такие новации будут предлагать финансовым менеджерам возможности для снижения цены капитала их организаций и соответственно для увеличения благосостояния акционеров. Однако рост числа финансовых альтернатив сделает еще более важным, чем прежде, то обстоятельство, что лица, принимающие решения в организации, должны свободно ориентироваться в мире финансов и уметь использовать (или в случае необходимости воздержаться от использования) новые методы финансирования.

## **Резюме**

В главе изложен теоретический базис инвестиций в основной капитал, ниже перечислены ключевые моменты данной главы.

1. Основной капитал — это совокупность денежных средств, вложенных в ценности, многократно участвующие в процессе хозяйственной деятельности и переносящие частями свою стоимость на готовый продукт в течение длительного периода времени (более одного года).

2. Понятия “основной капитал” и “внеоборотные активы” не тождественны. Можно сказать, что “внеоборотные активы” отражают мнение государства о принадлежащем организации “основном капитале”.

3. Эффективное управление основным капиталом имеет приоритетное значение в деятельности организации. С точки зрения управления основным капиталом размещение финансовых ресурсов реализуется в виде осуществления совокупности инвестиционных проектов. А мобилизация финансовыми ресурсами в виде управления источниками долгосрочных инвестиций.

4. Инвестиции (нем. Investition, от лат. Investio — одеваю), вложение капитала в отрасли экономики внутри страны и за границей с целью получения прибыли или другого полезного эффекта, предполагающее отказ от текущего потребления.

По объектам вложения капитала разделяют реальные и финансовые инвестиции компании.

5. Управление инвестициями представляет собой управление вложением средств, с целью получения прибыли. Основные задачи управления инвестициями:

- оценка инвестиционных рисков;
- установка приемлемых критериев отбора направлений инвестирования;
- сравнительный анализ различных направлений инвестирования по выбранным критериям.

6. Инвестиционный проект является формой осуществления инвестиций в виде разработанного плана, имеющего обоснование экономической (либо иной) целесообразности, а также определенные: объемы капитальных вложений (инвестиций); сроки реализации проекта; возникающие в связи с осуществлением проекта денежные потоки; оценку инвестиционного риска; эффект (выгоды), получаемый инвестором от реализации проекта.

7. В соответствии с рекомендациями ЮНИДО бизнес-план инвестиционного проекта должен содержать следующие основные разделы:

- краткая характеристика проекта (или его резюме);
- предпосылки и основная идея проекта;
- анализ рынка и стратегия маркетинга;
- сырье и поставки;
- месторасположение, строительный участок и окружающая среда;
- проектирование и технология;
- организация и технология управления.
- трудовые ресурсы.
- планирование реализации проекта.
- финансовый план и оценка эффективности инвестиций.

8. Инвестиционная политика организации как часть ее финансовой политики состоит в выборе и реализации эффективных форм инвестирования, обеспечивающих достижение целей организации.

9. Этапы формирования инвестиционной политики организации:

- анализ состояния реального инвестирования в предшествующем периоде;
- определение общего объема реального инвестирования в предстоящем периоде;
- определение форм реального инвестирования;
- подготовка бизнес-планов реальных инвестиционных проектов;
- оценка эффективности отдельных реальных инвестиционных проектов;
- формирование портфеля реальных инвестиций.

10. К основным критериям, используемым для оценки эффективности инвестиционных проектов с учетом концепции временной ценности денег, относятся:

- чистый дисконтированный доход (ЧДД);
- внутренняя норма рентабельности (ВНР);
- индекс доходности дисконтированных инвестиций (ИДД);
- срок окупаемости (ОК).

11. Чистый дисконтированный доход [(ЧДД), в зарубежной практике этот показатель обозначается как NPV(Net Present Value)] проекта — это количество средств, которое необходимо вложить в организацию сегодня (не осуществляя проект), чтобы получить тот же эффект, что и от осуществления проекта. Это чисто экономическое определение.

Проект считается приемлемым, если его чистый дисконтированный доход больше нуля. Отрицательное значение ЧДД означает, что доходность проекта меньше объема вложенных в него средств, и на рынке имеются более привлекательные варианты инвестирования.

12. Внутренней нормой доходности [(ВНД), в зарубежной практике этот показатель обозначается как IRR (Internal Rate

of Return)] называют норму дисконта, при которой чистый дисконтированный доход будет равен нулю. В практических расчетах для определения ВНД используют электронные таблицы, позволяющие рассчитывать такие финансовые показатели.

Для оценки эффективности инвестиционных проектов значение ВНД необходимо сопоставлять с нормой дисконта  $k$ . Инвестиционные проекты, у которых  $ВНД > k$ , имеют положительный ЧДД и поэтому эффективны. Проекты, у которых  $ВНД < k$ , имеют отрицательный ЧДД и поэтому неэффективны.

13. Индекс доходности дисконтированных инвестиций [(ИДД), другое название — рентабельность инвестиций; в зарубежной практике этот показатель обозначается как (PI) Profitability Index] — отношение выгод к затратам, т. е. отношение дисконтированных денежных поступлений от проекта к первоначальным затратам.

14. Сроком окупаемости инвестиций с учетом дисконтирования [(ОК), в зарубежной практике этот показатель обозначается как PP (Pay-back Period)] называется продолжительность периода от начального момента до момента окупаемости с учетом дисконтирования. Моментом окупаемости с учетом дисконтирования называется тот наиболее ранний момент времени в расчетном периоде, после которого текущий ЧДД становится и в дальнейшем остается неотрицательным

15. Любое предпринимательское и управленческое решение не может базироваться только на оценке доходности — наличие риска в экономике признается всеми. *Под риском* понимают знание ситуации с некоторой вероятностью.

16. Оценку рисков проекта можно подразделить на два взаимно дополняющих друг друга вида: качественный и количественный.

17. Цель качественного анализа рисков инвестиционного проекта — установить важность каждого идентифицированного риска, определить, когда требуется проявить внимание к данному риску. Этапами качественного анализа являются:

- формирование бизнес-модели деятельности;
- идентификация (выявление) рисков;

- ранжирование рисков — процесс присвоения приоритета, преобладающего значения, первоочередной значимости риску;

- определение толерантности к риску. Толерантность к риску — показатель или совокупность показателей, отражающих уровень риска, приемлемый для данного инвестиционно-го проекта;

- построение карты рисков инвестиционного проекта. Карта риска — графическое описание нескольких рисков, по одной “оси” которой указан возможный ущерб при реализации риска, а по другой — вероятность его возникновения.

18. Карта рисков очень удобна для наглядности рисков и степени их опасности. Простота ее построения позволяет сразу оценить риски, на которые стоит заострить внимание. Риски размещаются на карте на основании ранга их воздействия и ранга вероятности. Основное требование к этому процессу — соблюдению принципа апперцепции.

19. Цель количественного анализа инвестиционного проекта — изучение и расчет изменений критериев проекта, например ЧДД, в зависимости от изменения выявленных факторов риска.

20. Наиболее распространенными методами количественного анализа рисков являются: анализ чувствительности; сценарный подход; построение дерева решений и методы имитационного моделирования (метод Монте-Карло).

21. Метод анализа чувствительности критериев эффективности инвестиций (ЧДД, ВНР, ИДД, ОК и др.) позволяет инвестиционным аналитикам субъективно и вместе с тем на количественной основе оценить влияние на инвестиционный проект изменения его главных переменных.

22. Сценарный метод основан на исследовании трех предположений о возможных сценариях развития. Разрабатывают так называемые наиболее вероятный, пессимистический и оптимистический сценарии, позволяющие приближенно оценить разброс конечных результатов проекта и его прибыльность (убыточность) при ухудшении экономической ситуации.

23. Метод построения “дерева” решений может применяться как в условиях риска, так и в условиях неопределенности или полной определенности. Аналитик подсчитывает значения выбранного критерия эффективности (например, ЧДД) вдоль каждой “ветви” дерева, а при анализе рисков также и вероятность каждого значения. На основе полученных значений можно построить кривую распределения вероятностей (профиль риска) и выбрать наилучший (оптимальный) вариант реализации инвестиционного проекта. Преимущество метода — его наглядность результатов и процесса анализа, а недостаток — его техническая сложность при наличии больших размеров исследуемого “дерева” решений.

24. Метод имитационного моделирования (метод Монте-Карло) объединяет анализ чувствительности и анализ сценариев. Это достаточно сложная методика, не применимая без специальных программных продуктов. Результатом такого анализа выступает распределение вероятностей возможных результатов проекта (например, вероятность получения ЧДД  $< 0$ ).

Метод дает наиболее точные и обоснованные оценки вероятностей по сравнению с прочими методами. Однако точность оценок в значительной степени зависит от качества исходных предположений и учета взаимосвязей переменных с внешней средой. Этапы метод Монте-Карло:

- построение модели инвестиционного проекта;
- определение ключевых факторов инвестиционного проекта и диапазона их изменения, а также функции факторов как случайных величин;
- задание условий осуществления вычислительного эксперимента (условий для имитации, случайного набора сценарных условий);
- осуществление вычислительного эксперимента (имитация). Программа имитирует неопределенность рыночных процессов, подставляя выбранную случайным образом величину в экономико-математическую модель расчета показателей экономической эффективности.

- повторение вычислительного эксперимента (многократная имитация). Реализуются возможные сценарии развития событий с учетом того, что факторы, влияющие на показатели эффективности, заданы как случайные числа. Расчет сценариев развития событий осуществляется автоматически. В каждом сценарии осуществляется расчет показателя эффективности инвестиционного проекта — чистого дисконтированного дохода проекта (ЧДД), в результате чего получается массив значений ЧДД. Или оценка по другим показателям доходности;

- полученный массив анализируется с помощью статистических методов.

25. Основные достоинства имитационного моделирования:

- позволяет изучить длительный интервал функционирования системы в сжатые сроки или, наоборот, изучить более подробно работу системы в развернутый интервал времени;

- путем моделирования можно сравнить предлагаемые альтернативные варианты проектов системы, в развернутый интервал времени;

Недостатки метода:

- разработка имитационного модели стоит дорого и требует много времени;

- если модель не является адекватным представлением изучаемой системы, результаты моделирования будут содержать мало полезной информации о действительной системе. Поэтому необходимо привлекать квалифицированных специалистов в тех областях, исследование которых происходит.

26. Методы анализа рисков следует применять комплексно, используя наиболее простые из них на стадии предварительной оценки, а сложные и требующие дополнительной информации — при окончательном обосновании инвестиций. Результаты применения различных методов к одному и тому же проекту дополняют друг друга.

27. Источниками финансирования долгосрочных инвестиций в основной капитал являются:

- собственные средства (акции, реинvestированная прибыль, амортизационные отчисления, имущество и др.);

- заемные средства (банковские кредиты, облигационные займы и другие виды заемных средств).

- производные финансовые инструменты:

28. Методами долгосрочного финансирования могут быть: прямые вложения нераспределенной прибыли и амортизации; эмиссия акций; долгосрочные кредиты коммерческих банков; выпуск облигационных займов; арендное финансирование (лизинг); ипотека; проектное финансирование; венчурное финансирование и др. Каждая форма финансирования имеет свои особенности. Поэтому правильно оценить последствия различных способов инвестирования можно только лишь при сравнении их альтернативных вариантов.



## Глава 8. УПРАВЛЕНИЕ ОБОРОТНЫМ КАПИТАЛОМ

---

*Приобретение денег требует доблести; сохранение денег требует рассудительности; трата денег требует искусства.*

Авербах (Ауэрбах) Бертольд

### **Цели изучения темы:**

- ❖ формирование представлений о месте и роли управления оборотным капиталом в системе финансового менеджмента организации;
- ❖ получение знаний о методах формирования политики и механизмах управления оборотным капиталом организации;
- ❖ приобретение навыков использования моделей управления запасами, дебиторской задолженностью и денежными активами.

### **8.1. Общие основы управления оборотным капиталом**

В российской экономической литературе не проводится четкая грань между понятиями “оборотные активы (средства)” и “оборотный капитал” и не сложилось единообразие в терминологии. В этой связи наиболее обоснованным представляется при рассмотрении оборотных активов и оборотного капитала учитывать способ их отражения в бухгалтерском балансе. В этом случае под оборотными активами следует понимать второй раздел баланса, раскрывающий предметный состав имущества орга-

низации, в частности, производственные запасы, дебиторскую задолженность, денежные средства, а под оборотным капиталом — часть пассива баланса, содержащую величину авансированного капитала (собственного и заемного) на создание оборотных активов (средств) организации.

Термин “оборотный капитал” в большей степени подчеркивает финансовую природу объекта управления, т. е. величину денежных средств, вложенных в эти оборотные активы компании во время каждого операционного цикла.

Структура оборотного капитала отражает не только во что и в каком объеме вложены средства в операционной деятельности компании, но и за счет каких источников финансирования.

Управление оборотным капиталом — это процесс разработки и тактики принятия решений, определяющих объем оборотных активов по видам, объем и виды инвестиций для их финансирования, а также организацию повседневной работы, обеспечивающей их достаточность и эффективность использования.

Главной целью управления оборотным капиталом является определение оптимальных объема и структуры оборотных средств, а также источников их финансирования. В качестве задач управления выступают:

- мониторинг уровня оборотных активов;
- обеспечение оптимальной потребности оборотного капитала для каждого направления деятельности компании;
- поддержание оптимального уровня инвестиций в каждый вид оборотных активов;
- поиск резерва для уменьшения потребности оборотного капитала;
- соблюдение компромисса между объемом оборотных средств и риском потери ликвидности.

Для поддержания ликвидности организация должна иметь высокий уровень оборотного капитала, а для повышения доходности ей следует снижать запасы оборотных средств, чтобы не допустить наличия неиспользуемых оборотных активов.

Управление формированием и использованием оборотного капитала — обширная часть финансового менеджмента в орга-

низации. Значение процесса управления этой частью активов организации обусловлено следующими причинами:

1. Непрерывность и эффективность текущей деятельности организации во многом зависят от величины, структуры и ликвидности оборотных активов организации. Оборотные активы типичного производственного предприятия составляют более половины его суммарных активов. У оптовой торговой организации их и того более.

2. Большое разнообразие элементов активов, формируемых за счет оборотного капитала, требует индивидуальных подходов в управлении.

3. Многообразие подходов к стратегии управления оборотными активами в целом и отдельными их компонентами формирует специфические требования к этой части управления функционированием оборотного капитала.

Различают несколько видов оборотного капитала:

- *общий (валовой) оборотный капитал* (ООК) — это величина оборотных активов по балансу;

- *собственный оборотный капитал* (СОК) показывает, какая часть оборотных активов профинансирована собственными средствами. Наличие его и величина являются одной из важнейших характеристик финансовой устойчивости.

Определяется СОК (согласно положению о раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг, утвержденному приказом Федеральной службы по финансовым рынкам РФ от 10 октября 2006г. № 06-117/пз-н) по формуле

$$\text{СОК} = \text{СК} - \text{ВА}, \quad (8.1)$$

где СОК — сумма собственного оборотного капитала компании;

СК — сумма капитала и резервов (за вычетом собственных акций, выкупленных у акционеров) – целевые финансирование и поступления + доходы будущих периодов (стр. 490 – стр. 411 + стр. 640 (ф. № 1));

ВА — сумма внеоборотных активов (стр. 190 (ф. № 1));

- *чистый рабочий капитал (ЧРК)* — это оборотный капитал, который связан с операционной деятельностью, с необхо-

димостью обеспечения финансами операционного цикла, определяется по формуле

$$\text{ЧРК} = З + ДЗ - КЗ, \quad (8.2)$$

где ЧРК — сумма рабочего капитала компании;

З — сумма запасов компании (стр. 210 ф. № 1);

ДЗ — сумма дебиторской задолженности (стр. 230 + стр. 240 ф. № 1);

КЗ — сумма кредиторской задолженности (стр. 620 (ф. № 1));

Рабочий капитал показывает, какое количество средств необходимо для нормальной операционной работы. Он призван поддерживать непрерывность операционного цикла, а потребность в рабочем капитале предопределяет величину инвестиций, предназначенных для финансирования этой потребности. По сути, эти инвестиции представляют собой сумму запасов и дебиторской задолженности за вычетом кредиторской задолженности.

В формуле рабочего капитала исключены деньги (или денежные активы). Объясняется это тем, что денежные активы в балансе определяются остаточным способом, отражая то количество денег, которое остается у компании после инвестиций. На деньги, безусловно, влияет эффективность управления операционным циклом, но, строго говоря, деньги не являются частью или элементом операционного цикла. Деньги — это производственный актив, который просто удобен в использовании.

Рабочий капитал может иметь отрицательное значение. Большие супермаркеты являются в этой связи самым ярким примером. Другими примерами компаний с отрицательной величиной рабочего капитала могут служить издательства, которые получают деньги от подписчиков до того, как издадут газеты и журналы, или компании, занятые авиационными перевозками, где за билет приходится платить до перелета.

В финансовом менеджменте для целей управления оборотный капитал классифицируется в зависимости от потребностей производственного процесса и влияния случайных факторов на постоянный и переменный оборотный капитал;

- *постоянный оборотный капитал* — это часть оборотных средств, потребность в которых не меняется или меняется незна-

чительно в течение всего производственного цикла, т. е. это не-снижаемый минимум оборотных активов, необходимый для осуществления текущей производственной деятельности и постоянно находящийся в обороте — запасы сырья, основных и вспомогательных материалов, материалов для ремонта, минимальная величина остатка денежной наличности и др.;

- *переменный оборотный капитал* представляет собой дополнительные оборотные активы, необходимые в пиковые моменты деятельности организации, т. е. это страховой запас компании. Например, потребность в дополнительных материально-производственных запасах может быть связана с поддержанием высокого уровня продаж во время сезонной реализации. В то же время по мере реализации возрастает дебиторская задолженность. Добавочные денежные средства необходимы для оплаты поставок сырья и материалов, а также трудовой деятельности, предшествующей периоду высокой деловой активности.

Для контроля за рациональным размещением оборотного капитала может быть использована группировка оборотных активов по степени финансового риска (таблица 8.1).

Эффективно управлять риском значит не допускать увеличения доли оборотных активов с высокой и средней степенью риска.

Чтобы эффективно функционировать в рыночной среде, величина и структура оборотных активов должны соответствовать потребностям компании. Величина их должна быть минимальной, но достаточной для успешной и бесперебойной работы, а структура — обеспечивать ликвидность, платежеспособность и финансовую устойчивость. Таким образом, важной проблемой является формирование эффективной политики управления оборотным капиталом.

Политика управления оборотным капиталом — это выбор основных стратегических решений относительно заданных уровней для каждой категории оборотных средств и способа их финансирования.

Политика управления оборотным капиталом, как составная часть общей финансовой политики компании, состоит двух этапов.

Таблица 8.1 — Состав и структура оборотных активов по степени риска вложений капитала

<b>Группа оборотных активов</b>	<b>Статьи актива баланса</b>
1. Оборотные активы с минимальным риском вложения	1.1. Денежные средства 1.2. Краткосрочные финансовые вложения
2. Оборотные активы с малым риском вложений	2.1. Дебиторская задолженность за вычетом сомнительной 2.2. Производственные запасы (за вычетом залежалых) 2.3. Остатки готовой продукции и товаров (за вычетом не пользующихся спросом)
3. Оборотные активы со средним риском вложений	3.1. Незавершенное производство (за вычетом сверхнормативного) 3.2. Расходы будущих периодов
4. Оборотные активы с высоким риском вложений	4.1. Сомнительная дебиторская задолженность 4.2. Залежалые производственные запасы; 4.3. Сверхнормативное незавершенное производство 4.4. Готовая продукция и товары, не пользующиеся спросом 4.5. Прочие элементы оборотных активов, не вошедшие в предыдущие группы

*Первый этап.* Формирование политики управления оборотным капиталом в целом;

*Второй этап.* Формирование политики управления оборотным капиталом, инвестированным в отдельные элементы оборотных активов.

Процесс разработки политики управления оборотным капиталом компании в целом может быть представлен следующим алгоритмом (последовательностью действий):

- 1) анализ оборотных активов организации в предшествующем периоде;
- 2) выбор принципиальных подходов к формированию оборотных активов организации;
- 3) определение оптимального объема оборотных активов;
- 4) определение оптимального соотношения между постоянной и переменной частями оборотного капитала;
- 5) формирование кредитной политики;

6) определение источников финансирования отдельных видов оборотных активов, оптимизация структуры источников их финансирования и выбор политики финансирования оборотных активов компании.

**1. Анализ оборотных активов организации в предшествующем периоде** позволяет определить общий уровень эффективности управления оборотным капиталом в организации и выявить основные направления его повышения в предстоящем периоде.

На первой стадии анализа рассматривается динамика общего объема оборотных активов, используемых организацией: темпы изменения средней их суммы в сопоставлении с темпами изменения объема реализации продукции и средней суммы всех активов; динамика удельного веса оборотных активов в общей сумме активов организации.

На второй стадии анализа рассматривается динамика состава оборотных активов компании в разрезе основных их видов — запасов сырья, материалов и полуфабрикатов; запасов готовой продукции; текущей дебиторской задолженности; остатков денежных активов и их эквивалентов. В процессе анализа рассчитываются и изучаются темпы изменения суммы каждого из этих видов оборотных активов в сопоставлении с темпами изменения объема производства и реализации продукции; рассматривается динамика удельного веса основных видов оборотных активов в общей их сумме. Анализ состава оборотных активов предприятия по отдельным их видам позволяет оценить уровень их ликвидности.

На третьей стадии анализа изучается оборачиваемость отдельных видов оборотных активов и общей их суммы. Этот анализ проводится с использованием коэффициента оборачиваемости и периода оборота оборотных активов. В процессе анализа устанавливается общая продолжительность и структура операционного и финансового циклов организации; исследуются основные факторы, определяющие продолжительность этих циклов.

На четвертой стадии анализа определяется рентабельность оборотных активов, исследуются определяющие ее факторы.

На пятой стадии дается оценка состава основных источников финансирования оборотных активов в результате изучения динамики их суммы и удельного веса в общем объеме финансовых средств, инвестированных в эти активы, определяется уровень финансового риска в зависимости от сложившейся структуры источников финансирования оборотных активов.

**2. Выбор принципиальных подходов к формированию оборотных активов организации.** Теория финансового менеджмента рассматривает три вида стратегии к формированию оборотных активов компании: осторожную (консервативную), умеренную, ограничительную (агрессивную).

При осторожной стратегии организация предусматривает полное удовлетворение текущей потребности во всех видах оборотных активов, обеспечивающей операционную деятельность. Она предусматривает создание значительных резервов оборотных активов на случай непредвиденных возможных осложнений в обеспечении организации сырьем и материалами, ухудшения внутренних условий производства продукции, задержки инкассации дебиторской задолженности, активизации спроса покупателей и т. п. В результате осторожной стратегии к формированию оборотных активов минимизируются операционные и финансовые риски. Но она отрицательно сказывается на эффективности использования оборотных активов их оборачиваемости и уровне рентабельности.

Умеренный подход к формированию оборотных активов состоит в обеспечении полного удовлетворения текущей потребности во всех видах оборотных активов и создании нормальных страховых резервов на случай наиболее типичных сбоев в ходе операционной деятельности организации. В результате данный подход обеспечивает среднее для реальных хозяйственных условий соотношение между уровнем риска и уровнем эффективности использования финансовых ресурсов.

Ограничительный подход к формированию оборотных активов заключается в минимизации всех форм страховых резервов по отдельным видам этих активов. При отсутствии сбоев в ходе операционной деятельности такой подход к формированию



оборотных активов обеспечивает наиболее высокий уровень эффективности их использования. Однако любые сбои в осуществлении нормального хода операционной деятельности, вызванные действием внутренних или внешних факторов, приводят к существенным финансовым потерям из-за сокращения объема производства и реализации продукции.

Избранные стратегии к формированию оборотных активов организации отражают различные соотношения уровня эффективности их использования и риска и определяют сумму и уровень этих активов по отношению к объему операционной деятельности.

**3. Определение оптимального объема оборотных активов** зависит от избранного подхода к их формированию. Оптимизация объема оборотных активов должна обеспечивать заданный уровень соотношения эффективности их использования и риска. Процесс оптимизации объема оборотных активов включает три этапа.

*Первый этап.* Определение мер по сокращению продолжительности операционного и финансового циклов организации. Сокращение продолжительности отдельных циклов не должно приводить к снижению объемов производства и реализации продукции.

*Второй этап.* Определение объема и уровня отдельных видов оборотных активов на предстоящий период. Для расчета величины оборотных активов могут использоваться следующие методы:

- индексный;
- на основе показателей оборачиваемости;
- нормативный;
- факторный.

*Индексный метод* основан на том, что оборотные активы в виде запасов, дебиторской задолженности, денежных средств относятся к числу переменных элементов производства, изменяющихся параллельно росту объема производства. Поэтому оборотные активы могут определяться по формуле

$$OA_{\text{бп}} = OA_{\text{тп}} \times I_{\text{тп}},$$

где  $OA_{\text{бп}}$ ;  $OA_{\text{тп}}$  — оборотные активы будущего и текущего периодов;

$I_{\text{тп}}$  — индекс роста производства.

**Пример 8.1.** Согласно бухгалтерскому балансу (ф. № 1, приложение 1) в 20X8 г. оборотные активы имеют значения, приведенные в таблице 8.2. В следующем году в ОАО “Глобэл Энержи” предполагается рост объема производства на 10%. Следует определить необходимую величину оборотных активов. Расчет показан в таблице 8.2.

Таблица 8.2 — Расчет необходимой величины оборотных активов в будущем периоде (млрд руб.)

Показатель	Текущий год			Прогноз		
	начало периода	конец периода	средне-годовые	начало периода	конец периода	средне-годовые
Оборотные активы, всего	864	1104	984	1104	1060,8	1082,4
из них: запасы	125	153	139	153	152,8	152,9
дебиторская задолженность	678	889	783,5	889	834,7	861,85
денежные средства	61	62	61,5	62	73,3	67,65

Следовательно, в целом оборотные активы должны возрасти до 1082, 4 млрд руб. ( $984 \times 1,1$ ). На начало периода они составят 1104 млрд руб., а к концу периода — 1060,8 млрд руб. [ $1082,4 = (1104 + z) / 2$ ].

Метод прост, но его использование допустимо, если имеется уверенность, что в предшествующем периоде величина оборотных активов соответствовала потребности, не было их недостатка или перерасхода. На практике эта ситуация является редкостью.

На том же принципе основан *метод расчета с использованием показателя оборачиваемости*:

$$OA_{\text{бп}} = \frac{РП_{\text{бп}}}{K_{\text{об}}},$$

где  $OA_{\text{бп}}$  — среднегодовая величина оборотных активов;

$РП_{\text{бп}}$  — реализация продаж;

$K_{\text{об}}$  — коэффициент оборачиваемости.

Продолжим пример 8.1. Если коэффициент оборачиваемости в 20X8 г. составлял 1,194 раз, а выручка от реализации прогнозируемая составит 1292,5 млрд руб., то среднегодовая величина оборотных активов в прогнозируемом году будет равна — 1082,4 млрд руб. ( $1292,5/1,194$ )

*Нормативный метод* основан на детальном анализе фактического состояния и разработке исходных нормативов запасов, схем кредитования, сроков отсрочки платежей и др.

Расчет оптимальной суммы запасов каждого вида (в целом и по основным группам учитываемой их номенклатуры) осуществляется по формуле

$$З = (H_{\text{тх}} \times O_0) + З_{\text{цн}} + З_{\text{сез}},$$

где  $H_{\text{тх}}$  — норматив запасов текущего хранения, в днях оборота;

$O_0$  — однодневный объем производства (для запасов сырья и материалов) или реализации (для запасов готовой продукции) в предстоящем периоде;

$З_{\text{сез}}$  — планируемая сумма запасов сезонного хранения;

$З_{\text{цн}}$  — планируемая сумма запасов целевого назначения других видов.

Расчет необходимой величины дебиторской задолженности (ДЗ) осуществляется по формуле

$$ДЗ = \sum_{i=1}^n \frac{РП_i}{360} \sum_{j=1}^m d_{ji} t_{ji}^{\text{отс}},$$

что эквивалентно

$$ДЗ = \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^m \frac{РП_i}{360} \times d_{ji} t_{ji}^{\text{отс}},$$

где  $\frac{РП_i}{360}$  — суточная величина реализации  $i$ -й продукции;

$d_{ji}$  — доля  $j$ -го потребителя в получении  $i$ -й продукции;

$t_{ji}^{отс}$  — время отсрочки платежа j-му потребителю при поставке i-й продукции;

$n$  — количество видов продукции;

$m$  — количество потребителей.

**Пример 8.2.** Определить величину дебиторской задолженности на основе данных, приведенных в таблице 8.3:

Таблица 8.3 — Исходные данные по дебиторской задолженности

Дебитор	Годовой объем реализации, млн руб. (РП <sub>i</sub> )	Доля в годовом объеме реализации (d <sub>j</sub> )	Срок оплаты, дн. ( $t_j^{отс}$ )
A	100	0,1	30
B	50	0,05	Предоплата
C	150	0,15	30
D	200	0,2	35
E	500	0,5	40
ВСЕГО	1000	1.0	x

В этом случае дебиторская задолженность составит:

$$ДЗ = \frac{100+50+150+200+500}{360} \times \left[ \frac{(0,1 \times 30) + (0,05 \times 0) + (0,15 \times 30) + (0,2 \times 35) + (0,5 \times 40)}{1} \right] = 95,91 \text{ млн руб.}$$

*Факторный метод* основан на изучении факторов, влияющих на величину оборотных активов, и определении степени их влияния на отдельные элементы оборотных активов.

**Пример 8.3.** Компания реализует продукцию на 100 млрд руб. Схема кредитования: 0/0, нетто 40. Все покупатели оплачивают в срок. Дебиторская задолженность составляет 11 млрд руб. ( $100/360 \times 40$ ). Для увеличения объема продаж компания предполагает ввести схему: 1/10, нетто 40 (необходимо выполнить платежи в течение 40 дней, а если оплата произведена в течение первых 10 дней, то предоставляется скидка 1%). Прогнозируется, что введение новой схемы увеличит объем продаж на 20% (отсюда рост дебиторской задолженности по этому фактору); 60% покупателей воспользуются скидкой (введение скидки в размере 1% ускорит оборот). Поэтому отсрочка оплаты соста-

вит 22 дня  $[(10 \times 0,6) + (40 \times 0,4)]$ . Как изменится дебиторская задолженность после введения новой схемы кредитования?

В рассматриваемом примере действуют два фактора: рост объема и ускорение оборота.

Решение. Определим величину дебиторской задолженности факторным методом:

$$ДЗ = \left[ \left( t_{отс}^{нс} - t_{отс}^{сс} \right) \times \frac{РП_{сс}}{360} \right] + \left[ \left( t_{отс}^{нс} \times \frac{РП_{нс} - РП_{сс}}{360} \right) \right],$$

где  $t_{отс}^{нс}$ ,  $t_{отс}^{сс}$  — время отсрочки по старой и новой схемам;

$РП_{сс}$   $РП_{нс}$  — объем продаж по старой и новой схемам.

Тогда дебиторская задолженность после введения новой схемы кредитования снизится на 4 млрд руб. и составит 7 млрд руб. (11–4).

$$ДЗ = \left[ (22 - 40) \times \frac{100}{360} \right] + \left[ \left( 22 \times \frac{120 - 100}{360} \right) \right] = -5 + 1 = -4.$$

*Третий этап.* Определение общего объема оборотных активов организации на предстоящий период:

$$ОА_{п} = З_{п} + ДЗ_{п} + ДС_{п} + П_{п},$$

где  $ОА_{п}$  — общий объем оборотных активов компании на предстоящий период;

$З_{п}$  — сумма запасов на предстоящий период;

$ДЗ_{п}$  — сумма дебиторской задолженности на предстоящий период;

$ДС_{п}$  — сумма денежных активов на предстоящий период;

$П_{п}$  — сумма прочих видов оборотных активов на предстоящий период.

**4. Определение оптимального соотношения между постоянной и переменной частями оборотного капитала** необходимо по следующим причинам. Потребность в отдельных видах оборотных активов и их сумма в целом существенно колеблются в зависимости от сезонных особенностей осуществления операционной деятельности и спроса на продукцию организации. На-

пример, в организациях потребительской кооперации закупки лекарственного сырья у населения осуществляются лишь в течение летнего периода, что обуславливает повышенный размер оборотных активов в этот период. Колебания в размерах оборотных активов могут вызываться и сезонными особенностями спроса на продукцию организации. В связи с этим при управлении оборотными активами следует определять их сезонную или иную циклическую составляющую, которая представляет собой разницу между максимальной и минимальной потребностями в оборотных активах на протяжении года.

**5. Формирование кредитной политики.** Кредитная политика — это обоснование времени отсрочки платежей и реализованной продукции. Чем оно длиннее, тем больше величина дебиторской задолженности. Поэтому формированию кредитной политики необходимо уделять самое серьезное внимание. Данная проблема рассматривается в разд. 8.3 “Управление дебиторской задолженностью”.

**6. Определение источников финансирования отдельных видов оборотных активов, оптимизация структуры источников их финансирования и выбор политики финансирования оборотных активов компании.** Источники финансирования оборотных активов могут быть:

- собственные средства в виде нераспределенной прибыли, акционерного капитала;
- заемные средства в виде кредитов и займов;
- дополнительно привлеченные в виде коммерческого кредита и устойчивых пассивов (кредиторской задолженности);
- производные финансовые инструменты — векселя, варранты, опционы и др.

За счет собственных источников формируется, как правило, минимальная стабильная часть оборотных активов. Наличие собственных оборотных активов позволяет организации свободно маневрировать, повышать результативность и устойчивость своей деятельности.

Первоначальное формирование собственных оборотных активов происходит в момент создания компании и образования ее

уставного капитала. Источником собственных оборотных средств на этой стадии являются инвестиционные средства учредителей. В дальнейшем по мере развития предпринимательской деятельности оборотные средства пополняются за счет прибыли, выпуска акций и операций на финансовом рынке, дополнительно привлекаемых средств.

*Прибыль* направляется на покрытие прироста норматива оборотных средств в процессе ее распределения. Прежде всего чистая прибыль направляется на расширение производства, его модернизацию и совершенствование и только часть направляется на пополнение собственных оборотных средств.

Заемные средства в источниках формирования оборотного капитала в современных условиях приобретают все более важное и перспективное значение. Однако *долгосрочные кредиты и займы* для финансирования оборотных активов считаются дорогим источником, который используют, когда необходимо исправить показатели ликвидности и финансовой устойчивости.

Общепринятым считается, что для финансирования оборотных активов из заемных средств более целесообразны краткосрочные, так как они обладают рядом положительных качеств, таких как: скорость получения (краткосрочный кредит можно получить быстрее, кредиторы не будут настаивать на тщательном изучении финансового положения компании); гибкость (денежные средства привлекаются именно в тот момент, когда они необходимы); более низкая стоимость (краткосрочные кредиты выдаются под более низкие проценты).

К основным источникам краткосрочного финансирования относятся: коммерческий кредит, краткосрочные банковские кредиты, коммерческие ценные бумаги. Выбор конкретного источника финансирования зависит от многих обстоятельств, например его стоимости; влияния на рейтинг кредитоспособности; степени риска (надежности источников денежных средств); доходности компании и наличия ликвидного обеспечения; системы налогообложения и др.

Наиболее широко используемый источник для краткосрочного финансирования — коммерческий кредит. *Коммерческий*

*кредит* — денежные средства, которые организация должна вернуть поставщикам, т. е. кредит в виде отсрочки платежа. Другими словами, *это кредиторская задолженность*, которая возникает в результате текущих операций и принятой системы расчетов с контрагентами. Коммерческий кредит имеет ряд преимуществ: доступность, непрерывность (кредиторы рассчитывают на продолжение деловых отношений), бесплатность. Если организация испытывает трудности, связанные с ликвидностью, она может продлить сроки кредиторской задолженности, однако при этом ей будет отказано в предоставлении денежных скидок и рейтинг ее кредитоспособности заметно понизится.

**Пример 8.4.** Компания ежемесячно покупает сырье и материалы стоимостью 700 млн руб. у своих поставщиков. Условия закупок представляют 2/10, нетто 60 (необходимо выполнить платежи в течение 60 дней, а если оплата произведена в течение первых 10 дней, то предоставляется скидка 2%). Следует оценить возможные потери компании в связи с отказом от предоставления скидки?

Если компания воспользуется скидкой, то должна будет заплатить на 14 млн руб. меньше, т. е. 686 млн руб.  $[700 - (700 \times 0,02)]$ .

Если оплата производится по истечении 60 дней, компания должна оплатить 700 млн руб. Поэтому при использовании коммерческого кредита всегда необходимо оценить возможные потери в связи с отказом от предоставления скидок.

Финансовое обеспечение хозяйственной деятельности сопровождается привлечением источников, приравненных к собственному капиталу, так называемых *устойчивых пассивов*. Это средства, которые не принадлежат организации, но постоянно находятся в ее обороте и служат источником формирования оборотных активов в сумме их минимального остатка. К ним относятся: минимальная переходящая из месяца в месяц задолженность по оплате труда работникам организации; резервы на покрытие предстоящих расходов; минимальная переходящая задолженность перед бюджетом и внебюджетными фондами; средства кредиторов, полученные в качестве предоплаты за продукцию (работ, услуг); средства покупателей по залогу за возвратную тару; переходящие остатки фонда потребления и др.



*Банковское финансирование* осуществляется в следующих основных видах: срочный кредит, контокоррентный кредит, онкольный кредит кредитная линия; срочный заем; овердрафт и др.

Суть *срочного кредита* заключается в перечислении банком оговоренной суммы на расчетный счет заемщика. По истечении срока кредит погашается.

*Контокоррентный кредит* предусматривает ведение банком текущего счета клиента с оплатой поступивших расчетных документов и зачислением выручки. Если средств клиента оказывается недостаточно для погашения обязательств, банк кредитует его в пределах установленной в кредитном договоре суммы, т. е. контокоррент может иметь и дебетовое, и кредитовое сальдо.

*Онкольный кредит* — краткосрочный кредит, погашаемый по первому требованию (обычно с предупреждением за несколько дней). Выдается обычно под обеспечение ценными бумагами и товарами. Процентные ставки по данному кредиту ниже, чем по срочным ссудам. Название “онкольный” имеет своим источником английское словосочетание “on call”, что означает “по требованию”.

*Кредитная линия* — договор между банком и его клиентом, содержащий обещание банка предоставить клиенту определенную сумму денег до некоторого лимита в течение определенного срока. Кредитная линия обычно оформляется в виде письменного кредитного соглашения клиента с банком и открывается под регулярное использование. Различают обусловленную (связанную) и необусловленную кредитные линии. При открытии связанной кредитной линии банк предоставляет возможность фирме использовать денежные средства только под определенные цели. В случае необусловленной кредитной линии фирма может использовать полученный кредит на любые цели.

*Срочный заем* — краткосрочный кредит (чаще всего на 90 дней), обычно оформляемый в виде простого векселя, подписанного заемщиком. Денежные средства по срочному займу предоставляются единовременно в полной сумме и возвращаются с процентами в полной сумме займа одномоментно.

Заемствование средств таким способом организация осуществляет, когда возникают неожиданные, внеплановые потребности в денежных фондах. При предоставлении незапланированных ранее денежных сумм банк также может резко изменить свою валютную позицию. Поэтому срочные займы имеют высокую стоимость, связанную с крупными административными издержками по оформлению и исполнению договоров такого типа.

*Овердрафт* — это допущение дебетового остатка на счете клиента. Во многих странах клиентские овердрафты запрещены законодательно (однако они активно используются, например, в Великобритании). Овердрафт рассматривается как своеобразная ссуда клиенту, которая должна быть погашена в короткие сроки и по процентной ставке, превышающей среднерыночную.

Порядок и условия кредитования компании банком определяются кредитным договором, в котором указывается вид кредита, сумма погашения, процентные ставки и др.

Для финансирования текущей деятельности компаниями могут применяться векселя. *Вексель* (нем. Wechsel) — это составленное по установленной законом форме безусловное письменное долговое денежное обязательство, выданное одной стороной (векселедателем) другой (векселедержателю) и оплаченное гербовым сбором.

Вексельное обращение в России регулируется в настоящее время Федеральным законом от 11 марта 1997 г. № 48-ФЗ “О переводном и простом векселе”. Вексель может быть коммерческим (товарным) и финансовым.

Коммерческие векселя основаны на товарной сделке, выпускаются компаниями для осуществления торговых операций и взаиморасчетов. Длительное время, особенно в 90-е гг. XX в. коммерческие (товарные) векселя являлись единственной возможной формой ликвидации неплатежей и стабилизации финансового положения компаний.

Финансовые (банковские) векселя — это векселя, приобретаемые компаниями у банка для дальнейшего оформления финансовых операций. Их суть в том, что заемщику вместо денежных средств выдается банком вексельный кредит в виде пакета

собственных (эмитированных банком-кредитором) векселей под более низкие, чем по обычным кредитам, проценты.

В качестве платежного средства вексель способствует ускорению расчетов, сокращению дебиторской и кредиторской задолженности. Однако использование векселей имеет и негативные последствия: неденежная форма расчетов, не всегда достаточна ликвидность, не исключен риск подделки и неуплат.

Для ускорения оборота эффективно используется факторинг. *Факторинг* (англ. factoring) — финансовая комиссионная операция по переуступке дебиторской задолженности факторинговой компании (банку) с целью: незамедлительного получения большей части платежа; гарантии полного погашения задолженности; снижения расходов по ведению счетов.

Факторинг — комплекс услуг, суть которых состоит в том, что фактор-фирма приобретает у клиентов право на взыскание долгов и частично оплачивает клиентам требования к их должникам, возвращая долги в размере от 70 до 90% до наступления срока их оплаты должником. Остальная часть долга за вычетом процентов возвращается клиентам после погашения должником всего долга. В результате клиент фактор-фирмы получает возможность быстрее вернуть долги, за что он выплачивает фактор-фирме определенный процент. В России факторинг появился только в марте 1996 г., когда была принята часть вторая ГК РФ. Главным недостатком является высокая стоимость данной услуги.

Основные преимущества для каждого субъекта факторинговых отношений заключаются в следующем: поставщик, который произвел отгрузку продукции потребителю, может сразу получить от фактора (финансового агента) плату за отгруженный товар, не дожидаясь срока расчета с покупателем, что предотвращает длительные кассовые разрывы, позволяет увеличить объем продаж и конкурентоспособность, предоставляя покупателям льготные условия (отсрочку) оплаты товара под надежную гарантию. Применение факторинга позволяет получить кредит до 80–90% от стоимости поставляемого товара.

Покупатель получает товарный кредит (продавец поставяет товар с отсрочкой платежа под гарантии в среднем до 3 мес.); увеличивает объем закупок; сводит к минимуму риск получения некачественного товара и ускоряет оборачиваемость средств.

Банки, иные кредитные организации и специализированные организации, выкупающие денежные требования (финансовые агенты), расширяют с помощью факторинга круг оказываемых услуг, добиваются дополнительных доходов. Так, финансовый агент получает не только доходы по кредиту, комиссионное вознаграждение за досрочное финансирование, но и комиссию за оказание иных финансовых услуг в рамках факторингового обслуживания.

Можно выделить две основные схемы факторинга: факторинг с правом регресса и факторинг без права регресса.

Под регрессом понимается поручительство клиента перед фактором за исполнение дебитором своих обязанностей по оплате товара. При факторинге с правом регресса клиент обычно уверен в платежеспособности дебитора и перекладывает на фактора только риски ликвидности (риски просрочки платежа со стороны дебитора), льготный период (период от момента окончания отсрочки платежа до момента выставления регресса клиенту). В случае неплатежа дебитора клиент обязуется вернуть фактору предоставленное финансирование.

Более дорогостоящая безрегрессная схема чаще всего бывает интересна организациям, не уверенным в платежеспособности своих дебиторов и желающим переложить эти риски на фактора, ну и, конечно же, готовым за это платить. При такой схеме факторинга от клиента требуется только поставить товар дебитору и получить от него отметку о его приемке, заплатит или не заплатит дебитор — это уже проблемы фактора.

*Цессией* (лат. *cessio*) (уступкой прав требования на дебиторскую задолженность) признается соглашение, в соответствии с которым одно лицо (цедент) передает свои права кредитора к должнику по какому-либо договору третьему лицу (цессионарию). Переуступающий свое право — цедент, приобретающий это право — цессионарий.

Законодательством не установлен вид договора, которым оформляется цессия. По этому поводу Президиум Высшего Арбитражного Суда РФ в постановлении от 29 декабря 1998 г. № 1676/98 указал, что права требования могут передаваться третьему лицу путем составления обычного договора купли-продажи.

**Форфейтинг** (англ. *forfaiting*) представляет собой финансовую операцию по рефинансированию дебиторской задолженности по экспортному товарному (коммерческому) кредиту путем передачи (индоссамента) переводного векселя в пользу банка (факторинговой компании) с уплатой последнему комиссионного вознаграждения. Банк (факторинговая компания) берет на себя обязательство по финансированию экспортной операции путем выплаты по учтенному векселю, который гарантируется предоставлением авалья банка страны-импортера. В результате форфетирования задолженность покупателя по товарному (коммерческому) кредиту трансформируется в задолженность финансовую (в пользу банка)

По своей сути форфейтинг соединяет в себе элементы факторинга (к которому предприятия-экспортеры прибегают в случае высокого кредитного риска) и учета векселей (с их индоссаментом только в пользу банка). Форфейтинг используется при осуществлении долгосрочных (многолетних) экспортных поставок и позволяет экспортеру немедленно получать денежные средства путем учета векселей. Однако его недостатком является высокая стоимость, поэтому предприятию-экспортеру следует проконсультироваться с банком (факторинговой компанией) еще до начала переговоров с иностранным импортером продукции, чтобы иметь возможность включить расходы по форфейтинговой операции в стоимость контракта.

Более простым, прозрачным, публичным финансовым инструментом является облигация. Рынок корпоративных облигаций в России стал формироваться с 1999 г., это самый молодой сегмент финансового рынка России. До 1999 г. российское налоговое законодательство не позволяло относить проценты, выплачиваемые по облигационным займам, на расходы при расчете налогооблагаемой базы налога на прибыль, что делало выпуск облигаций невыгодным. Первыми эмитентами облигаций являются

ОАО “Лукойл”, ОАО “Газпром”, в настоящее время уже десятки эмитентов разместили выпуски своих облигаций. Срок их действия 3–9 месяцев, максимальный — 1 год. В России крупнейшая торговая площадка по операциям с корпоративными облигациями — Московская межбанковская валютная биржа (ММВБ), но сделки проводят также Российская фондовая биржа (РТС) и Санкт-Петербургская валютная биржа. Использование краткосрочных корпоративных облигаций обладает по сравнению с краткосрочными кредитами и векселями рядом преимуществ:

- более дешевый источник финансирования;
- выпуск облигаций в бездокументарной форме с обязательным централизованным хранением глобального сертификата в депозитарии позволяет свести к минимуму транзакционные издержки и риски всех участников рынка.

Целесообразность привлечения того или иного финансового источника определяется путем сравнения показателей рентабельности вложений данного вида и стоимости этого источника капитала. Особенно актуальна эта проблема для заемных средств.

При принятии решения о структуре заемного финансирования следует учитывать следующие факторы:

- *во-первых*, прибыльность организации тем выше, чем меньшее количество заемных средств находится у организации в то время, когда нет необходимости их использования;

- *во-вторых*, как правило, стоимость краткосрочного заемного финансирования ниже, чем стоимость долгосрочного заемного финансирования (по долгосрочным кредитам выше ставки), и потому, чем больше доля краткосрочных заимствований, тем больше прибыльность организации;

- *в-третьих*, чем больше доля долгосрочных источников заимствования, тем ниже величина риска, поскольку долгосрочные займы уже получены, а краткосрочные нужно постоянно обновлять и их могут просто не предоставить.

Следует отметить, что потребности финансирования изменяются во времени.

Исходя из выбора между доходностью и рискованностью, существуют следующие три стратегии в политике финанси-

вания оборотных активов: умеренная (хеджирования, компромиссная), консервативная и агрессивная.

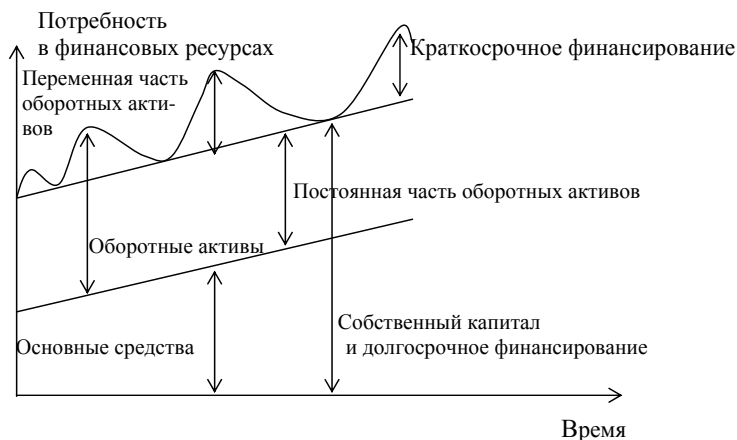


Рисунок 8.1 — Умеренная политика финансирования оборотных активов

При умеренной (хеджирования, компромиссной) политике финансирования собственными средствами и источниками долгосрочного финансирования покрываются только постоянные потребности в оборотных активах (рисунок 8.1). А колебания в потребностях оборотных активов (например, сезонные) покрываются за счет краткосрочного кредитования.

При проведении консервативной политики не только постоянная потребность в оборотных активах, но и часть переменной потребности покрывается за счет собственных средств и долгосрочного кредитования (рисунок 8.2), создавая тем самым значительную сумму чистого работающего капитала. Заемные средства привлекаются только в размере кредиторской задолженности.

При проведении в жизнь агрессивной финансовой политики в области структуры займа не только переменная часть, но и постоянная потребность в оборотных активах финансируется за счет краткосрочных источников финансирования (рисунок

8.3). Только 60% постоянной части оборотных средств финансируется за счет собственного капитала.

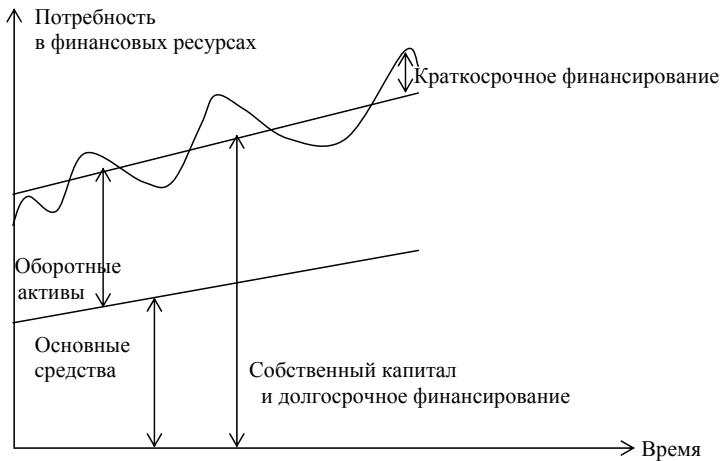


Рисунок 8.2 — Консервативная политика финансирования оборотных активов

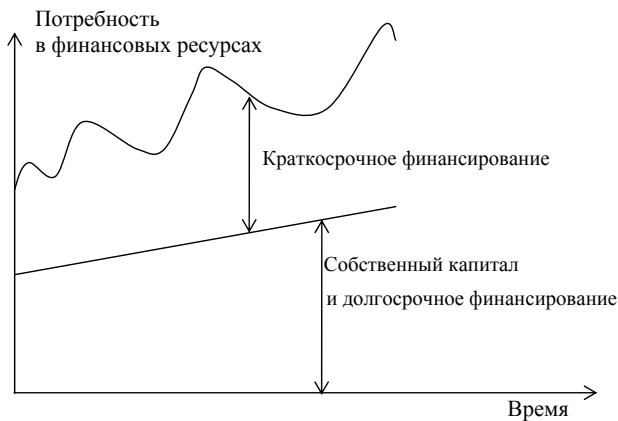


Рисунок 8.3 — Агрессивная политика финансирования оборотных активов

Степень платежеспособности, ликвидности и финансовой устойчивости при вышеизложенных стратегиях финансирования оборотных активов существенно отличается. Наиболее вы-



сокими они будут при консервативном подходе, но это и наиболее дорогой способ, так как требует отвлечения значительной величины прибыли для формирования оборотных активов, что в конечном итоге может повлиять на величину дивидендов, а отсюда — рыночной стоимости компании.

**Пример 8.5.** Определить источники финансирования и дать им оценку при разных стратегиях финансирования, при условии, что оборотные активы составляют 1400 млн руб., в том числе запасы — 300 млн руб.; дебиторская задолженность — 800 млн руб. Денежные средства — 300 млн руб. Кредиторская задолженность — 640 млн руб.

Решение:

1. Постоянной частью оборотных активов можно считать запасы и необходимый минимум денежных средств. Их сумма равна 600 млн руб. (300 + 300).

Следовательно, переменная часть — это сумма дебиторской задолженности — 800 млн руб.

2. Составим баланс финансирования оборотных активов (таблица 8.4):

Таблица 8.4 — Баланс финансирования оборотных активов

Потребность в оборотных активах		Источники финансирования						
группы оборотных активов	сумма, млн руб.	группы источников финансирования	I вариант консервативный		II вариант умеренный		III вариант агрессивный	
			млн руб.	%	млн руб.	%	млн руб.	%
Постоянная часть	600	1. Собственный капитал	760	54	600	43	360	26
		2. Долгосрочные кредиты						
Переменная часть	800	3. Краткосрочные кредиты			160	11	400	28
		4. Кредиторская задолженность	640	46	640	46	640	46
ИТОГО	1400	ИТОГО	1400	100	1400	100	1400	100

3. Определим эффективность финансирования:

а) быстрая ликвидность ( $K_{\text{ЛБ}}$ ) составит:

I вариант:  $K_{\text{ЛБ}} = (\text{ОА} - \text{З} - \text{ДЗ}) / \text{КО} = (1400 - 300 - 800) / 640 = 0,5$ ;

II вариант:  $K_{\text{ЛБ}} = (\text{ОА} - \text{З} - \text{ДЗ}) / \text{КО} = (1400 - 300 - 800) / 800 = 0,4$ ;

III вариант:  $K_{\text{ЛБ}} = (\text{ОА} - \text{З} - \text{ДЗ}) / \text{КО} = (1400 - 300 - 800) / 1040 = 0,3$ ;

Норма 0,7–0,8.

б) текущая ликвидность ( $K_{\text{ТЛ}}$ ) будет равна:

I вариант:  $K_{\text{ТЛ}} = (\text{ОА} - \text{ДЗ}) / \text{КО} = (1400 - 800) / 640 = 1,0$ ;

II вариант:  $K_{\text{ТЛ}} = (\text{ОА} - \text{ДЗ}) / \text{КО} = (1400 - 800) / 800 = 0,8$ ;

III вариант:  $K_{\text{ТЛ}} = (\text{ОА} - \text{ДЗ}) / \text{КО} = (1400 - 800) / 1040 = 0,6$ ;

Норма 1,0–2,0.

в) соотношение заемных и собственных средств ( $\text{ЗК} / \text{СК}$ ):

I вариант: 46/54;

II вариант: 57/43;

III вариант: 76/26.

Если предположить, что рентабельность вложенного капитала ( $R_{\text{БК}}$ ) составляет 30%, а выплаты процентов по кредитам по вариантам финансирования: 16, 18 и 24%, налог на прибыль 20%, то эффект финансового рычага ( $\text{ЭФР}$ ) будет равен:

I вариант:  $\text{ЭФР} = (1 - \text{СтН}) \times (R_{\text{БК}} - \text{СтК}) \times (\text{ЗК} : \text{СК}) = (1 - 0,2) \times (30 - 16) \times (46 : 54) = 9,5\%$ ;

II вариант:  $\text{ЭФР} = 12,8\%$ ;

III вариант:  $\text{ЭФР} = 13,6\%$ .

Следовательно, агрессивный вариант генерирует высокий риск потери платежеспособности, но обеспечивает получение большей величины рентабельности. Этот тип финансирования характерен для компаний, которые готовы жертвовать надежностью ради получения дополнительной прибыли. При определении политики финансирования оборотных активов учитывается финансовое состояние компании, отраслевая принадлежность, стоимость отдельных источников финансирования.

Таким образом, разработка политики управления оборотными активами состоит в обеспечении оптимального соотношения

между платежеспособностью и рентабельностью путем поддержания оптимальных размеров и структуры оборотных активов.

Из практического консультирования в области финансового менеджмента известно, что из общей экономии, получаемой организацией за счет эффективного управления финансами, 50% может дать эффективное управление запасами, 40% — управление дебиторской и кредиторской задолженностью и 10% — управление технологическим процессом.

Цели и характер использования отдельных видов оборотных активов имеют существенные отличия, поэтому в организациях с большим объемом оборотных активов разрабатывается самостоятельная политика управления отдельными их видами, например:

- запасами товарно-материальных ценностей;
- дебиторской задолженностью;
- денежными активами.

Для этих групп оборотных активов конкретизируется политика управления, которая подчинена общей политике управления оборотными активами компании

## 8.2. Управление запасами

Материально-производственные запасы занимают значительный удельный вес в составе оборотных активов, поэтому скорость их оборота является одним из главных факторов, влияющих на скорость оборота оборотных активов.

Цель финансового управления запасами — снизить продолжительность операционного цикла, уменьшить текущие затраты на их хранение, высвободить из текущего хозяйственного оборота часть финансовых средств, реинвестируя их в другие активы.

Продолжительность стадии пребывания товарно-материальных ценностей в производственных запасах обусловлена целым рядом причин. *Во-первых*, всегда существует риск кратковременной остановки производства в случае недопоставки сырья и материалов. *Во-вторых*, при приобретении крупной партии материалов организация платит меньшие суммы по услови-

ям крупно-оптовой закупки. Поэтому очень часто размер производственных запасов превышает необходимые потребности в них. С точки зрения финансового менеджмента, поиск рациональной величины пополнения запасов позволит сократить денежный отток средств на аренду и охрану складских помещений, страхование запасов, снизить издержки на порчу, хищение, налоги на имущество и в целом ликвидировать “омертвление” денежных ресурсов в излишних запасах товарно-материальных ценностях.

Задача финансового управления состоит в том, чтобы найти “золотую середину” между чрезмерно большими запасами, способными вызвать финансовые затруднения (нехватку денежных средств), и чрезмерно малыми запасами, опасными для стабильности производства.

Финансовое управление запасами как элементами оборотного капитала охватывает ряд последовательных этапов работ:

- анализ уровня обеспеченности производства производственными запасами и оценки эффективности их использования;
- определение целей формирования производственных запасов;
- оптимизацию размера основных групп текущих запасов;
- построение эффективной системы контроля за наличием и движением запасов в организации.

*При оценке уровня обеспеченности производства производственными запасами фактические запасы сравнивают с нормативом оборотных активов по данной группе, которые исчисляются на основании среднедневного их расхода и средней нормы запаса в днях. Если фактическая величина запасов превышает норматив, то организация обеспечена данным видом сырья и может даже возникнуть вопрос об излишках запасов. Эффективность использования запасов определяется показателями рентабельности данной группы оборотного капитала и скоростью их оборота.*

*Запасы, включаемые в состав оборотных активов, создаются в организациях для различных целей. Основные из них представлены в таблице 8.5.*

Таблица 8.5 — Цели формирования производственных запасов и пути их достижения

Цели	Пути достижения
Поддержание ликвидности и текущей платежеспособности организации; оптимизация структуры запасов	Сокращение средств, отвлеченных в запасы, улучшение финансового состояния организации за счет: <ul style="list-style-type: none"> <li>• улучшения структуры запасов;</li> <li>• выявления избыточных запасов и неликвидов;</li> <li>• поддержания оборотных активов в наиболее ликвидном состоянии;</li> <li>• сокращения потребности в источниках финансирования;</li> <li>• снижения расходов, связанных с финансированием запасов</li> </ul>
Поддержание конкурентоспособности организации	Улучшение обслуживания покупателей и заказчиков, поддержание деловой репутации организации за счет: <ul style="list-style-type: none"> <li>• рационального соотношения между имеющимися видами готовой продукции;</li> <li>• сокращения потерь, связанных с упущенной выгодой из-за отказа от срочного заказа или предложения</li> </ul>
Оптимизация затрат, связанных с формированием и поддержанием запасов	Сокращение издержек производства за счет: <ul style="list-style-type: none"> <li>• устранения потерь рабочего времени, вызванных нехваткой сырья и материалов;</li> <li>• сокращения простоев оборудования из-за нехватки запасных частей;</li> <li>• обеспечения более рационального процесса производства вследствие исключения частых изменений в календарных планах и дорогостоящих переналадок, вызываемых некомплектностью ресурсов;</li> <li>• поддержания наиболее экономичного соотношения между затратами на хранение и приобретение запасов;</li> <li>• уменьшения затрат на содержание складских помещений</li> </ul>
Обеспечение необходимого контроля за запасами	Снижение потерь, связанных с неудовлетворительной системой контроля за количеством и качеством поступающих материальных ценностей; предотвращение возможных потерь, порчи и бесконтрольного использования запасов

*Оптимизация запасов* осуществляется по разным видам запасов на основе применения различных моделей и систем управления запасами. К основным инструментам оптимизации

управления запасами на товарных складах, к которым относятся запасы конечных продуктов, предназначенных для оптовой и розничной торговли, а также запасы сырья и материалов для использования в производственном процессе, относятся модели оптимального размера заказа и оптимальной партии продукции.

Оптимальный размер заказа — это математически рассчитанный размер заказа, который позволяет добиться оптимального соотношения между затратами на хранение запасов и затратами на подготовку и выполнение заказа.

Цель определения оптимальной партии заказа — обеспечение производственно-коммерческого цикла при минимальных совокупных издержках хранения и организации заказов.

Одна из самых простых моделей определения объема оптимальной партии заказа и частоты заказов осуществляется по формуле, известной как *модель Уилсона* (метод EOQ — Economic Ordering Quantity):

$$OP_{\text{пп}} = \sqrt{\frac{2 \times Z \times S_{\text{дос}}}{S_{\text{хр}}}},$$

где  $OP_{\text{пп}}$  — объем оптимальной партии поставки, руб.;

$Z$  — необходимый объем закупки товаров (сырья и материалов) в год (квартал), руб.;

$S_{\text{дос}}$  — размер текущих затрат по размещению заказа, доставке товаров и их приемке в расчете на одну поставляемую партию, руб.;

$S_{\text{хр}}$  — размер текущих затрат по хранению единицы запасов, руб.

Эта формула математически выводится следующим образом. Затраты на закупку товаров в рассматриваемом периоде будут равны

$$S_{\text{дос}} (Z / OP_{\text{пп}}).$$

Затраты на хранение (исходя из того, что средний объем хранимых запасов  $OP_{\text{пп}} : 2$ ) равны

$$S_{\text{хр}} (OP_{\text{пп}} / 2).$$

Следовательно, для решения задачи необходимо минимизировать функцию

$$S_{\text{дос}} (3 / OP_{\text{пп}}) + S_{\text{хр}} (OP_{\text{пп}} / 2).$$

Как известно, минимум функции достигается в точке равенства нулю производной этой функции, т. е. в точке, где выполняется равенство:

$$-(S_{\text{дос}} \times 3) / OP_{\text{пп}}^2 + S_{\text{хр}} / 2 = 0,$$

или

$$S_{\text{хр}} / 2 = S_{\text{дос}} \times 3 / OP_{\text{пп}}^2.$$

Следовательно,

$$OP_{\text{пп}}^2 = 2 \times 3 \times S_{\text{дос}} / S_{\text{хр}},$$

откуда

$$OP_{\text{пп}} = \sqrt{\frac{2 \times 3 \times S_{\text{дос}}}{S_{\text{хр}}}}.$$

**Пример 8.6.** Годовая потребность в определенном виде сырья, определяющая объем его закупки, составляет 1000 тыс. руб. Размер текущих затрат по размещению заказа, доставке товаров и их хранению в расчете на одну поставляемую партию составляет 12 тыс. руб. Размер текущих затрат по хранению единицы запаса составляет 6 тыс. руб. в год. Следует определить годовую потребность компании в товарных запасах, частоту поставки.

Решение.

Подставляя данные примера в модель Уилсона, получаем:

$$OP_{\text{пп}} = \sqrt{\frac{2 \times 1000 \times 12}{6}} = \sqrt{4000} = 63 \text{ тыс. руб.}$$

Следовательно, на протяжении года товар должен доставляться 16 раз ( $1000 : 63$ ) или каждые 23 дня ( $360 : 16$ ). При таких показателях размера партии и частоты поставки совокупные текущие затраты по обслуживанию товарных запасов будут минимальными.

Модель Уилсона обычно применяется:

- для наиболее дорогостоящих и важных видов сырья и материалов;
- при равномерном их расходе;
- при ограничениях поставщика на минимальный размер партии;
- при ограничениях, связанных с грузоподъемностью транспортных средств;
- при скидках на большие размеры партии.

*Контроль за наличием и движением запасов в организации* позволяет своевременно размещать заказы на пополнение запасов и обеспечивать их рациональное использование, а также снижать затраты, вызванные высоким уровнем запасов или нехваткой их на складе.

Особому контролю и вниманию должны подвергаться залежалые и неходовые товары, представляющие собой один из основных элементов иммобилизованных (т. е. исключенных из активного хозяйственного оборота) оборотных активов. Эта практика является обыденной не только в России, но и в странах Запада.

При анализе недостатков и потерь от порчи товарно-материальных ценностей, не списанных с баланса в установленном порядке, необходимо изучить их состав и причины образования, постараться установить виновников для взыскания с них причиненного ущерба. Требуется также проверить: условия хранения ценностей; обеспечение их сохранности по количеству и качеству; квалификацию материально ответственных лиц; наличие учета товарно-материальных ценностей; соблюдение правил проведения инвентаризаций и выявления их результатов.

Среди систем контроля за движением запасов в странах с развитой экономикой наиболее широкое применение получила “система ABC”, в основу которой положен закон В. Парето. Суть этой контролирующей системы состоит в разделении всей совокупности запасов товарно-материальных ценностей на три категории исходя: из их стоимости, объема и частоты расходования, отрицательных последствий их нехватки для хода операционной деятельности и финансовых результатов и т. п.



С позиции финансиста идеальным состоянием для ведения бизнеса должно быть отсутствие каких-либо товарных запасов при полном обеспечении производственного процесса всеми необходимыми компонентами. Такому условию соответствует система, используемая японскими менеджерами, получившая название JIT, или “точно в срок”. JIT — это система управления материалами в производстве, при которой компоненты с предыдущей операции (или от внешнего поставщика) доставляются именно в тот момент, когда они требуются, но не раньше. Партии компонентов настолько малы, насколько это возможно (это зависит от времени выполнения и стабильности цикла доставки). Одним из классических примеров использования метода “точно в срок” является деятельность фирмы “Тойота”, построившей свой бизнес таким образом, что около 90% всех поставщиков этой автомобильной компании сосредоточены в предместье Тойоты. При этом подавляющее большинство комплектующих доставляется к месту сборки в течение нескольких часов или минут до того, как они будут использованы, что позволяет компании значительно сократить операционные расходы и избавиться от непроизводительного труда.

Таким образом, в процессе управления запасами должны быть заранее предусмотрены меры по ускорению вовлечения их в непосредственный операционный процесс (производство или реализацию). Это обеспечивает высвобождение части финансовых ресурсов, а также снижение размера потерь товарно-материальных ценностей в процессе их хранения.

### **8.3. Управление дебиторской задолженностью**

Дебиторская задолженность — важная составляющая оборотного капитала. Оборотные активы этого типа часто составляют значительную долю в структуре баланса организации.

Дебиторскую задолженность можно классифицировать по следующим видам:

- за товары и услуги (80–90% всего объема дебиторской задолженности российских организаций);

- по полученным векселям;
- по расчетам с бюджетом;
- по расчетам с персоналом;
- прочие виды.

Уровень дебиторской задолженности определяется многими факторами: видом выпускаемой продукции, емкостью рынка, степенью насыщенности рынка данной продукции, принятой в организации системой расчетов и т. д.

Процесс управления дебиторской задолженностью, с одной стороны, является частью маркетинговой политики организации, с другой — составляющей финансового управления деятельностью организации. Задачей финансового менеджмента является эффективное управление дебиторской задолженностью как активами организации с целью оптимизации ее размера и обеспечения своевременной индексации долга.

Основные этапы управления дебиторской задолженностью предусматривают проведение анализа задолженности в предшествующем периоде, формирование принципов кредитной политики по отношению к покупателям продукции, разработку процедуры индексации дебиторской задолженности и построение систем контроля движения и своевременного погашения дебиторской задолженности, разработку путей сокращения дебиторской задолженности.

Дебиторская задолженность зависит от многих факторов. На ее величину влияют: вид продукции, емкость и степень насыщенности рынка данной продукцией; отношение компании к риску и др.

Величину и формирование дебиторской задолженности на конкретный период определяют на основе соотношения:

$$ДЗ_{\text{нп}} + РП_{\text{отгр}} = РП_{\text{опл}} + ДЗ_{\text{кп}},$$

отсюда

$$ДЗ_{\text{кп}} = ДЗ_{\text{нп}} + РП_{\text{отгр}} - РП_{\text{опл}},$$

где  $ДЗ_{\text{нп}}$ ,  $ДЗ_{\text{кп}}$  — дебиторская задолженность на начало и конец периода;

$РП_{отгр}$  — величина отгруженной продукции;

$РП_{опл}$  — величина оплаченной продукции.

**Пример 8.7.** Следует определить величину дебиторской задолженности ОАО “Глобал Энерджи” по месяцам первого квартала следующего года. Условия кредитования: с предоплатой — 30% дебиторов; с оплатой через 30 дней — 40% дебиторов; с оплатой через 60 дней — 30% дебиторов. Исходные данные и расчет величины дебиторской задолженности даются в таблице 8.6.

Таблица 8.6 — Формирование дебиторской задолженности ОАО “Глобал Энерджи” (млрд руб.)

Показатель	Отчетный год		Прогноз		
	ноябрь	декабрь	январь	февраль	март
1. Реализация продукции	1000	1100	900	1200	1300
2. Условия кредитования:					
с предоплатой			270	360	390
в кредит			630	840	910
3. Оплата кредита:					
через 30 дней			440 <sup>*1</sup>	360	480
через 60 дней			300 <sup>*2</sup>	330	270
Итого			740	690	750
4. Дебиторская задолженность на начало месяца			678	568	718
5. Дебиторская задолженность на конец месяца		678	568 <sup>*3</sup>	718	878
<sup>*1</sup> Декабрьская реализация продукции (1100) умножается на долю дебиторов, оплачивающих через 30 дней (0,4). <sup>*2</sup> То же для дебиторов, оплачивающих через 60 дней ( $1000 \times 0,3$ ) <sup>*3</sup> $678 + 630 - 740 = 568$ .					

Таким образом, согласно условию задачи по месяцам дебиторская задолженность возрастает. По сравнению с началом года она увеличится на 200 млрд руб. Причинами роста являются: рост продаж продукции по месяцам, неодновременность отгрузки и оплаты.

До проведения подобных расчетов необходимо определить количество дебиторов, условия продаж, сроки отсрочки плате-

жей по конкретным потребителям, т. е. сформировать кредитную политику.

В современной коммерческой и финансовой практике реализация продукции в кредит (с отсрочкой платежа за нее) получила широкое распространение как в нашей стране, так и в странах с развитой рыночной экономикой. Формирование принципов кредитной политики отражает условия этой практики и направлено на повышение эффективности операционной и финансовой деятельности компании.

В процессе формирования принципов кредитной политики по отношению к покупателям продукции решаются два основных вопроса: в каких формах осуществлять реализацию продукции в кредит; какой тип кредитной политики следует выбрать компании.

В зависимости от уровня доходности и вероятности риска кредитной деятельности различают три принципиальных ее типа: консервативный, умеренный и агрессивный.

*Консервативный (или жесткий) тип кредитной политики* организации направлен на минимизацию кредитного риска. Осуществляя этот тип кредитной политики предприятие не стремится к получению высокой дополнительной прибыли за счет расширения объема реализации продукции.

*Умеренный тип кредитной политики* организации ориентируется на средний уровень кредитного риска при продаже продукции с отсрочкой платежа.

*Агрессивный (или мягкий) тип кредитной политики* - это расширение объема реализации продукции в кредит, не считаясь с высоким уровнем кредитного риска.

В процессе выбора типа кредитной политики должны учитываться следующие основные факторы: общее состояние экономики, определяющее финансовые возможности покупателей; уровень их платежеспособности; сложившуюся конъюнктуру товарного рынка, состояние спроса на продукцию компании; потенциальную способность компании наращивать объем производства продукции при расширении возможностей ее реализации за счет предоставления кредита; правовые условия обе-

спечения взыскания дебиторской задолженности; финансовые возможности компании в части отвлечения средств в текущую дебиторскую задолженность; финансовый менталитет менеджмента компании, его отношение к уровню допустимого риска в процессе осуществления хозяйственной деятельности.

Определяя тип кредитной политики, следует иметь в виду, что жесткий (консервативный) ее вариант отрицательно влияет на рост объема операционной деятельности компании и формирование устойчивых коммерческих связей, в то время как мягкий (агрессивный) ее вариант может вызвать чрезмерное отвлечение финансовых средств, снизить уровень платежеспособности организации, вызвать впоследствии значительные расходы по взысканию долгов, а в конечном итоге снизить рентабельность оборотных активов и используемого капитала.

При формировании кредитной политики необходимо определить:

- срок предоставления кредита (кредитный период);
- размер предоставляемого кредита (кредитный лимит);
- стоимость предоставления кредита (система ценовых скидок при осуществлении немедленных расчетов за приобретенную продукцию);
- систему штрафных санкций за просрочку исполнения обязательств покупателями.

*Срок предоставления кредита (кредитный период)* характеризует предельный период, на который покупателю предоставляется отсрочка платежа за реализованную продукцию. Увеличение срока предоставления кредита стимулирует объем реализации продукции (при прочих равных условиях), однако приводит в то же время к увеличению суммы финансовых средств, инвестируемых в дебиторскую задолженность, и увеличению продолжительности финансового и всего операционного цикла организации. Поэтому, устанавливая размер кредитного периода, необходимо оценивать его влияние на результаты хозяйственной деятельности в комплексе.

*Размер предоставляемого кредита (кредитный лимит)* характеризует максимальный предел суммы задолженности по-

купателя по предоставляемому товарному (коммерческому) или потребительскому кредиту. Он устанавливается с учетом: типа осуществляемой кредитной политики (уровня приемлемого риска); планируемого объема реализации продукции на условиях отсрочки платежей; среднего объема сделок по реализации готовой продукции (при потребительском кредите — средней стоимости реализуемых в кредит товаров), финансового состояния организации — кредитора и других факторов. Кредитный лимит дифференцируется по формам предоставляемого кредита и видам реализуемой продукции.

*Стоимость предоставления кредита* характеризуется системой ценовых скидок при осуществлении немедленных расчетов за приобретенную продукцию. Предложение скидок оправдано в следующих ситуациях. Во-первых, снижение цены приводит к расширению продаж, а затраты, связанные с реализацией продукции, являются незначительными, что отражается на увеличении общей прибыли от продаж. Во-вторых, если система скидок интенсифицирует приток денежных средств в условиях дефицита в компании. В-третьих, система скидок за ускорение оплаты более эффективна, чем система штрафных санкций за просроченную оплату. Рассмотрим пример сравнительной оценки двух вариантов краткосрочного финансирования компанией-продавцом ради скорейшего покрытия потребности в денежных средствах.

**Пример 8.8.** Провести оценку целесообразности предоставления скидки покупателю продукции в размере 1000 млн руб.

1-й вариант. Предоставление скидки покупателю продукции при оплате по факту отгрузки — 3%;

2-й вариант. Получение кредита без предоставления скидки. Банковский процент по краткосрочному кредиту — 40% годовых.

Договорной срок оплаты — 1 месяц. Рентабельность вложений собственного капитала (стоимость собственного капитала) — 10% годовых. Вероятность поступления платежа по проданному товару — 98%.

Расчет приведен в таблице 8.7.

Таблица 8.7 — Расчет целесообразности предоставления скидки (млн руб.)

Показатель	Предоставление скидки	Кредит
1. Потери от скидки	30	
2. Доход от вложения капитала	$(1\,000 - 30) \times 0,1/12 = 8,08$	$1\,000 \times 0,1/12 = 8,33$
3. Оплата процентов		$1000 \times 0,4/12 = 33,33$
4. Финансовый результат без учета возможности неплатежа	$8,08 - 30 = -21,92$	$8,33 - 33,33 = -25$
5. Вероятные потери от неплатежа		$1000 \times (1 - 0,98) = 20$
6. Ожидаемый финансовый результат	-21,92	$-25 - 20 = -45$

Расчет показывает, что при предоставлении скидки покупателям компания может получить доход больше (потери будут меньше), чем при использовании кредита.

*Система штрафных санкций за просрочку* исполнения обязательств покупателями, формируемая в процессе разработки кредитных условий, должна предусматривать соответствующие пени, штрафы и неустойки. Размеры этих штрафных санкций должны полностью возмещать все финансовые потери организации-кредитора (потерю дохода, инфляционные потери, возмещение риска снижения уровня платежеспособности и др.).

Система контроля движения и своевременного погашения дебиторской задолженности организуется как самостоятельный блок общей системы финансового контроля в организации. В первую очередь контролируются наиболее крупные и сомнительные виды дебиторской задолженности, затем средние и мелкие, не оказывающие серьезного влияния на общие результаты деятельности организации. Контроль включает ранжирование дебиторской задолженности по срокам ее возникновения: 0–30 дней, 31–60 дней, 61–90 дней, 91–120 дней, свыше 120 дней. Особенное внимание уделяется просроченной дебиторской задолженности и причинам ее возникновения

Развитие рыночных отношений и инфраструктуры финансового рынка позволяют использовать в практике финансового менеджмента ряд новых форм управления дебиторской задолженностью — ее рефинансирование, т. е. ускоренный перевод в другие формы оборотных активов организации: денежные средства и высоколиквидные краткосрочные ценные бумаги.

Основными формами рефинансирования дебиторской задолженности, используемыми в настоящее время, являются: факторинг; учет векселей, выданных покупателями продукции; форфейтинг.

## **8.4. Управление денежными активами**

Денежные активы — наиболее ликвидная часть оборотных активов. В денежные активы компании, обеспечивающие ее платежеспособность, входят:

1. Денежные активы в национальной валюте:

- а) денежные средства в кассе;
- б) денежные средства на расчетном счете;
- в) денежные средства на специальных счетах;
- г) денежные средства в пути.

2. Денежные активы в иностранной валюте:

- а) валютные средства в кассе;
- б) средства на валютном счете;
- в) валютные средства на специальных счетах;
- г) валютные средства в пути.

3. Резервные денежные активы в форме краткосрочных финансовых вложений:

- а) резервные активы в форме краткосрочных денежных инструментов;
- б) резервные активы в форме краткосрочных фондовых инструментов.

Характеризуя состав денежных активов компании с позиций финансового менеджмента, следует отметить, что здесь их трактовка шире, чем в бухгалтерском учете, где краткосрочные финансовые вложения рассматриваются как самостоятельный



объект учета и отчетности в составе оборотных активов. Финансовый менеджмент рассматривает краткосрочные финансовые вложения как форму резервного размещения свободного остатка денежных активов, которые в любой момент могут быть востребованы для обеспечения неотложных финансовых обязательств организации.

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. Разработка политики управления денежными активами включает следующие основные этапы:

- анализ денежных активов компании в предшествующие периоды;
- прогнозирование денежных поступлений и их оттоков;
- определение остатков денежных активов: минимального, среднего, верхнего;
- оптимизацию среднего остатка денежных активов предприятия;
- выбор эффективных форм регулирования среднего остатка денежных активов;
- обеспечение рентабельного использования временно свободного остатка денежных активов;
- построение эффективной системы контроля за денежными активами компании.

Величину денежных средств для текущей деятельности ( $ДС_{ТА}$ ) можно определить двумя способами.

1. На основе обеспечения ежедневных выплат в течение определенного периода времени:

$$ДС_{ТА} = \frac{\text{Общая сумма выплат по денежному потоку}}{360} \times t,$$

где  $t$  — количество дней, принимаемое достаточным для обеспечения непрерывности производства.

## 2. Через показатель абсолютной ликвидности:

$$ДС_{ТА} = КО \times k_{ал},$$

где КО — сумма краткосрочных обязательств;

$k_{ал}$  — коэффициент абсолютной ликвидности.

При управлении денежными резервами существенным является желание получить максимальную прибыль от неиспользуемых денег. Это означает, что организации выгодно ускорение поступлений ей и максимальное оттягивание собственных выплат.

Кроме того, встает вопрос о том, какую часть этих неиспользуемых средств можно направить на приобретение ценных бумаг. Для решения этого вопроса можно использовать модели Баумоля, Миллера–Орра, которые были рассмотрены в гл. 4 “Управление денежными потоками”.

Оптимизация потока платежей с целью уменьшения максимальной и средней потребности в денежных активах осуществляется путем оперативного регулирования потока платежей (переноса срока отдельных платежей по заблаговременно согласованию с контрагентами). Высвобожденная сумма денежных средств может быть направлена на реинвестирование в краткосрочные финансовые активы или на покрытие текущих нужд организации.

Разработка наиболее рентабельных путей использования временно свободных денежных ресурсов заключается в согласовании с банком условий текущего хранения остатка денежных средств с выплатой депозитного процента, использовании краткосрочных денежных инструментов и высокодоходных краткосрочных фондовых инструментов, а также минимизации потерь от инфляции, которая осуществляется отдельно по денежным средствам в национальной и иностранной валютах. По национальной валюте защита денежных активов от инфляции обеспечивается в том случае, если норма рентабельности по используемому временно свободному их остатку не ниже темпа инфляции. По иностранной валюте такая защита денежных активов обеспечивается выбором соответствующей валюты.

## Резюме

Глава 8 посвящена управлению оборотным капиталом, наиболее важные моменты которого заключаются в следующем.

1. В экономической литературе не проводится четкая грань между понятиями “оборотные активы” и “оборотный капитал” и не наблюдается единообразие в терминологии. При рассмотрении оборотных активов и оборотного капитала учитывается способ их отражения в бухгалтерском балансе.

Под оборотными активами следует понимать второй раздел баланса, раскрывающий предметный состав имущества организации, в частности производственные запасы, дебиторскую задолженность, денежные средства, а под оборотным капиталом — часть пассива баланса, содержащую величину авансированного капитала на создание оборотных активов организации.

Термин “оборотный капитал” в большей степени подчеркивает финансовую природу объекта управления, т. е. величину денежных средств, вложенных в эти оборотные активы компании.

2. Управление оборотным капиталом — это процесс разработки и тактики принятия решений, определяющих объем оборотных активов по видам, объем и виды инвестиций для их финансирования, а также организацию повседневной работы, обеспечивающей их достаточность и эффективность использования.

3. Главной целью управления оборотным капиталом является определение оптимальных объема и структуры оборотных средств, а также источников их финансирования. В качестве задач управления выступают:

- мониторинг уровня оборотных активов;
- обеспечение оптимальной потребности оборотного капитала для каждого направления деятельности компании;
- поддержание оптимального уровня инвестиций в каждый вид оборотных активов;
- поиск резерва для уменьшения потребности оборотного капитала;
- соблюдение компромисса между объемом оборотных средств и риском потери ликвидности.

4. По характеру финансовых источников формирования оборотных активов оборотный капитал подразделяется на валовой, собственный и чистый рабочий капитал.

В зависимости от потребностей производственного процесса и влияния случайных факторов оборотный капитал подразделяется на постоянный и переменный.

Оборотных активы по степени риска вложений капитала подразделяются на следующие виды:

- с минимальным риском вложения;
- с малым риском вложений;
- со средним риском вложений;
- с высоким риском вложений.

5. Политика управления оборотным капиталом — это выбор основных стратегических решений относительно заданных уровней для каждой категории оборотных средств и способа их финансирования.

Политика управления оборотным капиталом, как составная часть общей финансовой политики компании, состоит двух этапов:

I этап. Формирование политики управления оборотным капиталом в целом;

II этап. Формирование политики управления оборотным капиталом, инвестированным в отдельные элементы оборотных активов.

6. Процесс разработки политики управления оборотным капиталом компании в целом может быть представлен следующим алгоритмом (последовательностью действий):

- анализ оборотных активов организации в предшествующем периоде;
- выбор подходов к формированию оборотных активов организации;
- определение оптимального объема оборотных активов;
- определение оптимального соотношения между постоянной и переменной частями оборотного капитала;
- формирование кредитной политики;
- определение источников финансирования отдельных видов оборотных активов и оптимизация их структуры.

7. Цель финансового управления запасами снизить продолжительность операционного цикла, уменьшить текущие затраты на их хранение, высвободить из текущего хозяйственного оборота часть финансовых средств, реинвестируя их в другие активы.

8. Финансовое управление запасами как элементами оборотного капитала охватывает ряд последовательных этапов работ:

- анализ уровня обеспеченности производства производственными запасами и оценки эффективности их использования;
- определение целей формирования производственных запасов;
- оптимизация размера основных групп текущих запасов;
- построение эффективной системы контроля за наличием и движением запасов в организации.

9. Основные этапы управления дебиторской задолженностью предусматривают:

- проведение анализа задолженности в предшествующем периоде;
- формирование принципов кредитной политики по отношению к покупателям продукции;
- разработку процедуры индексации дебиторской задолженности;
- построение систем контроля за движением и своевременным погашением дебиторской задолженности.

10. Денежные активы наиболее ликвидная часть оборотных активов. В денежные активы компании, обеспечивающие ее платежеспособность, входят: денежные активы в национальной валюте, денежные активы в иностранной валюте, резервные денежные активы в форме краткосрочных финансовых вложений.

11. Характеризуя состав денежных активов компании с позиций финансового менеджмента, следует отметить, что здесь их трактовка шире, чем в бухгалтерском учете, где краткосрочные финансовые вложения рассматриваются как самостоятельный объект учета и отчетности в составе оборотных активов. Финансовый менеджмент рассматривает краткосрочные финансовые вложения как форму резервного размещения свободного остатка денежных активов, которые в любой момент могут быть

востребованы для обеспечения неотложных финансовых обязательств организации.

12. Управление денежными активами включает следующие основные этапы:

- анализ денежных активов компании в предшествующие периоды;
- прогнозирование денежных поступлений и их оттоков;
- определение остатков денежных активов: минимального, среднего, верхнего;
- оптимизацию среднего остатка денежных активов предприятия;
- выбор эффективных форм регулирования среднего остатка денежных активов;
- обеспечение рентабельного использования временно свободного остатка денежных активов;
- построение эффективной системы контроля за денежными активами компании.

Управление денежными средствами связано с дополнительными затратами, поэтому все действия по ее созданию должны быть оценены с точки зрения дополнительных затрат и выгод.

## Глава 9. ФИНАНСОВОЕ ПЛАНИРОВАНИЕ И КОНТРОЛЬ

---

*Все время думайте о будущем! Если вы хотите, чтобы ваше дело продвигалось семимильными шагами, учитывайте как непосредственные цели, так и отдаленные.*

Джей Абрахам

### **Цели изучения темы:**

- ❖ получение знаний о методах финансового планирования и прогнозирования;
- ❖ получение знаний о лучшем мировом опыте и разработках в области внутреннего финансового контроля компании.

### **9.1. Финансовое планирование**

Финансовое планирование переживает свое очередное возрождение, и это не дань моде, а настоятельная необходимость. В период перехода к рыночной экономике, когда методы социалистического планирования уже не соответствовали новым условиям хозяйствования и были попросту неэффективны, роль и значение финансового планирования в жизни организаций практически свелись на нет.

Но вскоре стало ясно, что эффективно строить и управлять своей хозяйственной деятельностью без планирования невозможно. Методы и приемы планирования должны отвечать современным реалиям, учитывать, а не слепо копировать зару-

бежный опыт, не пренебрегать имеющимся отечественным опытом, помогать организации, а не просто быть дополнительным и никому не нужным этапом экономических работ, иными словами, они должны представлять собой синтез всего самого лучшего старого и нового.

Почему финансовое планирование необходимо для хозяйствующего субъекта? Планировать необходимо для того, чтобы:

- понимать, какие у организации проблемы, ждущие своего разрешения. Ведь зачастую взгляд, устремленный в будущее, помогает лучше разглядеть настоящее;

- зная или выявляя имеющиеся недоработки, наметить пути к их устранению;

- осознать, чего конкретно организация хочет достичь, чтобы понимание поставленной цели обусловило все дальнейшие действия финансового аналитика. Конечно, можно сказать “хотим заработать много денег”, но ведь этого мало. Нужно четко понимать, как их можно зарабатывать;

- точно знать, какие ресурсы, в каком количестве и когда будут необходимы организации для достижения поставленных целей;

- четко представлять, как имеющиеся в распоряжении организации ресурсы можно использовать наиболее эффективно;

- смотря в будущее, постараться разглядеть те опасности, риски и проблемы, которые ожидают организацию на пути достижения поставленной цели, и устранить их или по крайней мере уменьшить негативные последствия.

Финансовое планирование — это процесс целевой, реальный, управленческий, коллективный, регламентированный, сплошной, комплексный, непрерывный, сбалансированный, прозрачный для руководства.

Целевым процесс финансового планирования можно назвать потому, что работа делается не ради работы, а для достижения поставленной цели. Каждый сотрудник должен знать миссию своей организации, т. е. иметь представление о предназначении организации, направлениях ее деятельности и развития. Наличие общей цели, необходимость ее достижения сплачивает коллектив, делает работу целенаправленной, дает возможность каждому сотруднику понимать смысл своей работы, четче представлять по-



ложительные и отрицательные стороны деятельности организации, ассоциировать свое будущее с будущим организации, четко представлять возможности своего карьерного роста.

Финансовые планы должны быть реальными — как при их составлении, так и при их выполнении. Вряд ли вызовет какой-либо интерес финансовый план, составленный на заведомо необоснованных данных. Также неинтересен будет и план, составленный на основе объективных показателей, но в котором ставятся нереальные задачи, вроде “достань луну с неба”.

Финансовое планирование — процесс управленческий, потому что в рамках организации он контролируется руководством и осуществляется с целью принятия управленческих решений, важных для всей организации. Конечно, может осуществляться финансовое планирование деятельности и структурного подразделения организации, но все равно по отношению к нему этот процесс будет координироваться управлением подразделения. Финансовое планирование объединяет в себе процесс планирования, реализации намеченных планов, контроля, анализа и принятия решения. И очевидно, что это стадии управленческого процесса, способствующие координации всех сторон деятельности организации. Не зря многие специалисты говорят, что финансовое планирование — это управление бизнесом.

Коллективным этот процесс можно назвать потому, что сложно представить, что какие-то управленцы и отделы будут участвовать в реализации процесса, а какие-то нет. Поэтому важной характеристикой финансового планирования является то, что в ходе его реализации осуществляется согласование планов между всеми управленцами и отделами организации для достижения общей стратегической цели.

Финансовый план должен быть достаточно строго регламентирован, чтобы избежать путаницы и достичь сопоставимости исходных и расчетных данных, иметь возможность делать обоснованные выводы.

Коллективность финансового планирования во многом обусловлена его сплошным характером, т. е. в процессе финансового планирования должны принимать участие все уровни управления. Кроме того, участие в процессе финансового планирования

если не каждого сотрудника организации, то каждого управленца организации в определенной мере позволит осветить вопросы и с позиции “верхов”, и с позиции “низов”.

Комплексность финансового планирования выражается в том, что он представляет собой определенную технологическую цепочку взаимосвязанных, неразрозненных процессов.

Непрерывность финансового планирования объясняется тем, что нельзя “немножко попланировать”, потом процесс остановить, отдохнуть какое-то время, затем снова немножко поработать в этом направлении. Вспомним одну общеизвестную фразу: “Ничто так не дорого, как время”. Упустив время, можно потерять имевшиеся преимущества и получить новые проблемы.

Сбалансированным финансовое планирование должно быть потому, что в финансово-хозяйственной деятельности организации нет каких-то отдельных “самостоятельных” показателей, “живущих собственной жизнью”. Все показатели, все процессы взаимосвязаны. Нарастивание производственных мощностей приводит к увеличению кредиторской задолженности, уменьшению денежных средств; сокращение численности персонала может привести к снижению объемов производства, но оно даст и определенный экономический эффект в виде снижения суммы расходов на оплату труда и т. д.

Прозрачным для руководства финансовый план должен быть потому, что руководитель обязан понимать сущность представленных предложений, произведенных расчетов. Также немаловажно, согласен ли он со сделанными на их основе выводами.

Целью финансового планирования является определение возможных объемов поступления денежных средств и их рациональное расходование в плановом периоде.

К задачам финансового планирования относятся:

- обеспечение хозяйственного процесса необходимыми денежными средствами;
- выявление путей наиболее рационального вложения капитала;
- увеличение прибыли за счет экономного использования ресурсов;

- установление финансовых отношений с бюджетом, банками, страховщиками и другими хозяйствующими субъектами на основе количественного измерения величины поступивших и отданных денежных средств;

- осуществление контроля за образованием и использованием денежных средств.

Финансовое планирование является одним из основных элементов управления и принятия управленческих решений в области финансовой деятельности и состоит из ряда последовательных этапов (таблица 9.1):

- разработки долгосрочного финансового плана;
- разработки среднесрочного (годового) плана;
- разработки краткосрочных планов (платежный календарь).

Таблица 9.1 — Виды финансовых планов

Виды финансовых планов	Планирование	Срок, на который составлен финансовый план
Долгосрочные	Стратегическое	3 и более лет
Среднесрочные	Тактическое	От 1 до 3 лет
Краткосрочные	Оперативное, его еще называют текущим планированием	До 1 года

*Стратегическое финансовое планирование* является наиболее сложной из рассматриваемых подсистем финансового планирования и требует для своей реализации высокой квалификации исполнителей. Это планирование состоит в разработке прогноза основных показателей финансовой деятельности и финансового состояния организации на долгосрочный период.

Исходной предпосылкой для разработки долгосрочного финансового плана по важнейшим направлениям финансовой деятельности организации является формирование финансовой стратегии.

*Финансовая стратегия* — это финансовая политика компании на долгосрочную перспективу, определяющая устойчивый темп развития, общий объем необходимых и возможных финансовых средств, их состав и источники, методы инвестирования, стоимость и эффективность использования с учетом фак-

торов неопределенности и рисков. Эта стратегия подчинена общей стратегии компании, ее разработка является прерогативой материнской компании. Основной целью финансовой стратегии компании является максимизация ее рыночной стоимости путем повышения доходности и эффективности использования финансовых средств и снижения их стоимости.

По форме долгосрочный план состоит из ряда документов, основными являются: прогнозный баланс; прогноз доходов и расходов и прогноз денежных потоков. В стратегическом планировании должны получить отражение наиболее важные параметры финансового развития организации, определяемые целями финансовой стратегии:

- прогнозируемая сумма активов организации (в целом, в том числе оборотных);
- прогнозируемая структура капитала (соотношение собственного и заемного его видов);
- прогнозируемый объем реального инвестирования организации;
- прогнозируемые сумма чистой прибыли организации и показатель рентабельности собственного капитала;
- прогнозируемая сумма амортизационного потока (в соответствии с избранной амортизационной политикой организации);
- прогнозируемое соотношение распределения чистой прибыли организации на потребление и накопление (в соответствии с избранной дивидендной политикой организации);
- прогнозируемая сумма чистого денежного потока организации.

*Тактическое финансовое планирование* состоит в разработке конкретных видов среднесрочных финансовых планов, которые позволяют определить на предстоящий год все источники финансирования развития компании, сформировать структуру ее доходов и затрат, обеспечить постоянную платежеспособность организации, предопределить структуру ее активов и капитала на конец планируемого периода.

Исходными данными для разработки среднесрочных финансовых планов организации являются:

- прогнозируемые показатели долгосрочного финансового плана компании;
- планируемые объемы производства и реализации продукции и другие экономические показатели операционной деятельности организации;
- система разработанных в организации норм и нормативов затрат отдельных ресурсов;
- действующая система ставок налоговых платежей;
- действующая система норм амортизационных отчислений;
- средние ставки кредитного и депозитного процентов на финансовом рынке;
- результаты финансового анализа за предшествующий год.

*Оперативное финансовое планирование* базируется на разработанных среднесрочных финансовых планах. Это планирование поступления и оттока денежных средств в календарном разрезе по коротким периодам времени (месяц, декада или ежедневно). Документ, отражающий оперативный (текущий) денежный оборот компании, называется платежный календарь (платежный баланс). Методика составления платежного календаря рассмотрена в гл. 4.

Для повышения эффективности и снижения рискованности финансовых решений процесс планирования в компании должен проходить с учетом возможных рисков. В основе планирования лежат многие факторы, однако учет рисков позволит принимать более обоснованные решения. Риски могут передаваться на различные уровни цикла планирования. Так как в зависимости от времени действия и задач, решаемых в определенный период, различают виды планов (таблица 9.1): краткосрочные (до года); среднесрочные (от 1 до 3 лет); долгосрочные (от 3 лет), то группы рисков целесообразно выделять в соответствии с этапами финансового планирования.

На рисунке 9.1 риски, отмеченные точками, — это риски, которые не влияют на принимаемые решения, но должны быть под контролем (мониторингом) функциональных служб, подразделений и дочерних предприятий.

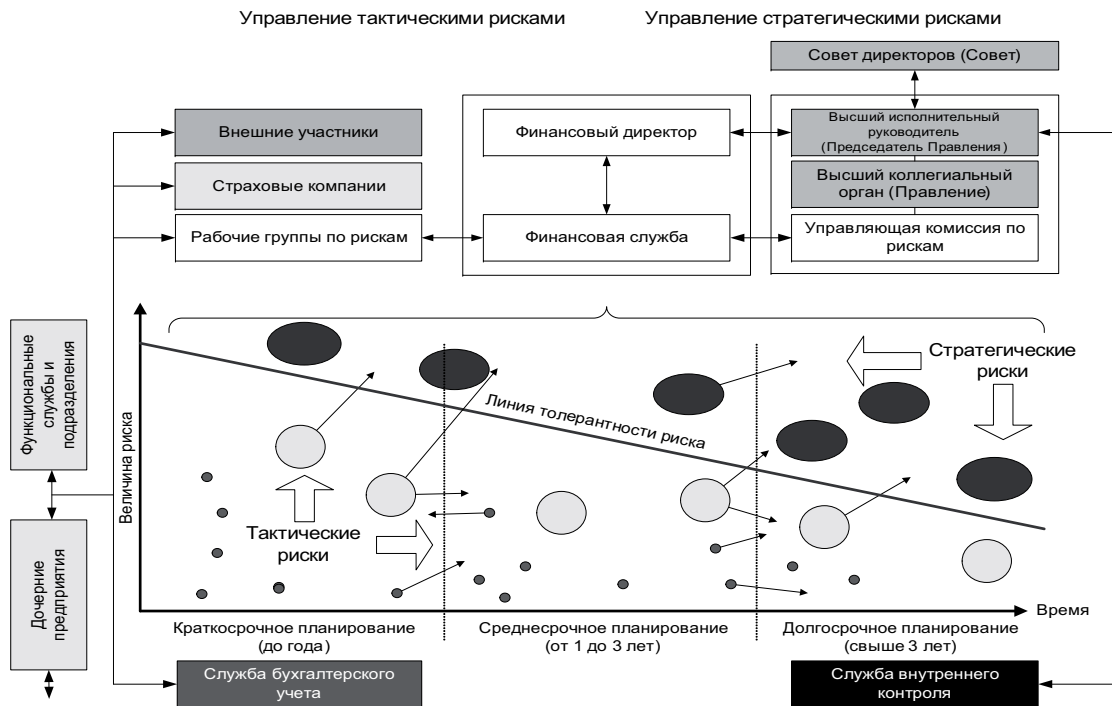


Рисунок 9.1 — Модель риск-ориентированного подхода в финансовом планировании

Риски, отмеченные кружочками, могут повлиять на решения и должны быть рассмотрены во время процесса планирования. Данные риски находятся под ответственностью руководителей основных бизнес-процессов и выявляются как на данном уровне самостоятельно, так и путем агрегирования рисков низшего уровня (функциональные службы, подразделения и дочерние предприятия).

Среди основных рисков целесообразно выделять стратегические и тактические. Риски, реализация которых может привести к неприемлемым в целом для организации последствиям, являются стратегическими и отслеживаются высшим руководством организации. На рисунке 9.1 стратегические риски отмечены овалами, и они обязательно должны быть рассмотрены во время процесса планирования на самом высшем, корпоративном уровне: высшим коллегиальным органом (правлением) или советом директоров (советом). Различие между стратегическими и тактическими рисками определяется толерантностью организации к рискам.

*Толерантность к риску* — показатель или совокупность показателей, отражающих уровень риска, приемлемый для инвестиционного проекта или бизнес-процесса, т. е. это максимальный объем потерь, не оказывающий существенного материального воздействия на бизнес компании (инвестиционный проект).

Для определения толерантности к риску финансовая служба рассматривает допустимые отклонения основных финансовых показателей компании и выносит на рассмотрение и утверждение Управляющей комиссии по рискам предложения по уровням толерантности компании.

На этапе краткосрочного планирования превалируют тактические риски, т. е. риски, которые могут иметь существенные последствия на уровне функциональных служб и подразделений и дочерних предприятий. Почти все риски на данном этапе находятся ниже линии толерантности к рискам.

*Линия толерантности (или терпимости) к рискам* — это финансовый уровень, выше которого любое событие, сопряженное с риском, может оказать серьезное влияние на финансовую устойчивость компании.

На этапе среднесрочного планирования особое внимание следует уделять тактическим рискам с тенденцией перехода в разряд стратегических рисков корпоративного значения. И все же в данном случае предполагается, что большинство рисков будет расположено ниже линии толерантности к рискам.

На этапе долгосрочного планирования особое внимание следует уделять стратегическим рискам.

Важно, чтобы все этапы планирования были тесно взаимосвязаны для обмена информацией и обеспечения управления критичными рисками (выше уровня толерантности) в соответствующем периоде планирования. В ходе развития цикла планирования следует выявить общие (пересекающиеся) риски, чтобы определить:

- области их проявления на различных этапах планирования. В итоге они могут быть пересмотрены в пределах каждого периода планирования (стрелками отмечены возможные пути передвижения рисков);

- необходимость отражения (учета) риска краткосрочного цикла в других циклах планирования, и наоборот.

Также необходимо принимать во внимание, что, например, некоторые риски в пределах краткосрочного (или другого) периода планирования, расположенные выше корпоративного уровня, возможно, нужно будет повторно рассмотреть и проверить в следующих периодах планирования (при среднесрочном и долгосрочном планировании).

В последние годы в российских компаниях при финансовом планировании внедряется понятие “бюджетирование” из зарубежной практики. Бюджетирование является процессом построения детальных количественных планов.

*Бюджетирование* по форме — это система взаимосвязанных бюджетов. *Бюджет* — количественное воплощение плана; характеризует доходы и расходы на определенный период, а также капитал, который необходимо привлечь для достижения целей. Он детализирует показатели текущих финансовых планов и является главным плановым документом, доводимым до “центров ответственности” всех типов.



Таким образом, финансовое планирование — это система финансовых планов, обеспечивающая компанию необходимыми финансовыми ресурсами в каждый период времени, поддерживающая ее ликвидность, платежеспособность и финансовую устойчивость на необходимом уровне.

Важную роль в планировании составляют различные прогнозы и ориентиры.

*Прогнозирование* (греч. *prognosis* — предвидение) состоит в изучении возможного финансового состояния организации на длительную перспективу.

Следует отличать планирование и прогнозирование, хотя оба эти процесса отражают наше представление о будущем, план — это отражение будущего которое мы хотим видеть, а прогноз — отражение будущего которое мы ожидаем.

Поскольку будущее многовариантно, прогнозирование предполагает разработку альтернативных финансовых показателей и параметров, использование которых при наметившихся тенденциях реализации заранее спрогнозированных изменений ситуации на рынке позволяет определить один из вариантов развития финансового положения организации.

Круг показателей прогноза может значительно отличаться от круга показателей будущего плана. В чем-то прогноз может оказаться менее подробным, чем расчеты плановых заданий, а в чем-то он будет более детально проработан.

В связи с тем, что ряд исходных предпосылок перспективного финансового плана по важнейшим направлениям финансовой деятельности организации носят вероятностный характер и разброс их параметров в условиях современной экономической нестабильности страны довольно высок, этот план желательно разрабатывать в нескольких вариантах: оптимистическом, реалистическом, пессимистическом.

Финансовое прогнозирование является основой не только для перспективного финансового планирования, но и для финансового бюджетирования.

К наиболее распространенным методам прогнозирования относятся: экстраполяция, экспертные оценки, аналогия, пропорциональных зависимостей, моделирование.

Широко применяется прогнозирование на основе установления пропорциональных зависимостей между показателями, и прежде всего *метод процента от продаж*. Данный способ прогнозирования предполагает, что ресурсы компании используются полностью и для обеспечения планируемого увеличения объема продаж необходимо увеличить переменные затраты, оборотные активы и краткосрочные обязательства. Прогноз продаж разрабатывается службой маркетинга. Дальнейшие расчеты проводят специалисты по финансам. Все вычисления делаются на основе трех предположений:

1. Переменные затраты, оборотные активы и краткосрочные обязательства изменяются прямо пропорционально объему продаж (реализации продукции).

2. Основные средства рассчитываются под заданный процент наращивания оборота с учетом степени материального и морального износа.

3. Долгосрочные обязательства и акционерный капитал берутся в прогноз неизменными. Нераспределенная прибыль прогнозируется с учетом нормы распределения чистой прибыли на дивиденды и рентабельности продаж по чистой прибыли: к нераспределенной прибыли базового периода прибавляется прогнозируемая чистая прибыль (произведение прогнозируемой выручки на рентабельность по чистой прибыли реализованной продукции) и вычитаются дивиденды (прогнозируемая чистая прибыль, умноженная на норму распределения чистой прибыли на дивиденды).

$$\begin{array}{c} \text{Чистая} \\ \text{рентабельность} \\ \text{реализованной} \\ \text{продукции} \end{array} = \frac{\begin{array}{c} \text{Чистая} \\ \text{прибыль} \end{array}}{\begin{array}{c} \text{Выручка от} \\ \text{реализации} \end{array}} \rightarrow \begin{array}{c} \text{Чистая} \\ \text{прибыль} \end{array} = \begin{array}{c} \text{Выручка} \\ \text{от реализации} \end{array} \times \begin{array}{c} \text{Чистая} \\ \text{рентабельность} \\ \text{реализованной} \\ \text{продукции} \end{array}$$

Просчитав все это, выясняют потребность в дополнительном внешнем финансировании как разность между планируемыми суммами активов и пассивов. Внутренне финансирование — финансирование за счет нераспределенной прибыли. Внешнее

финансирование — финансирование за счет заимствований и эмиссии акций.

Рассчитать эту сумму можно также по формуле:

$$\text{ПВФ} = (A_{\phi}/\text{РП}_{\phi} \times \Delta\text{РП} - \text{КО}_{\phi}/\text{РП}_{\phi} \times \Delta\text{РП} - \frac{\text{ЧП}_{\phi} \times \text{РП}_{\pi}}{\text{РП}_{\phi}}) \times \left(1 - \frac{D_{\phi}}{\text{ЧП}_{\phi}}\right), \quad (9.2)$$

где ПВФ — потребность в дополнительном внешнем финансировании, руб.;

$A_{\phi}$  — сумма активов фактическая по балансу (валюта баланса, стр. 300 ф. № 1), руб.;

$\text{РП}_{\phi}$  — выручка фактическая (стр. 010 ф. № 2), руб.;

$\text{РП}_{\pi}$  — выручка прогнозируемая, руб.;

$\Delta\text{РП}$  — изменение объема продаж, руб.;

$A_{\phi}/\text{РП}_{\phi} \times \Delta\text{РП}$  — потребность, в увеличении суммы активов на 1 руб. прироста объема продаж, руб.;

$\text{КО}_{\phi}$  — краткосрочные обязательства отчетного баланса, руб.;

$\text{КО}_{\phi}/\text{РП}_{\phi} \times \Delta\text{РП}$  — потребность в дополнительной краткосрочной кредиторской задолженности, возникающая на 1 руб. прироста объема продаж, руб.;

$\text{ЧП}_{\phi}$  — чистая прибыль фактическая, руб.;

$D_{\phi}$  — дивиденды фактические, руб.;

$\frac{\text{ЧП}_{\phi}}{\text{РП}_{\phi}} \times 100\%$  — рентабельность продаж, исчисленная по чистой прибыли, %;

$\frac{\text{ЧП}_{\phi} \times \text{РП}_{\pi}}{\text{РП}_{\phi}}$  — чистая прибыль прогнозируемая, руб.;

$\frac{\text{ЧП}_{\phi} \times \text{РП}_{\pi}}{\text{РП}_{\phi}} \times \left(1 - \frac{D_{\phi}}{\text{ЧП}_{\phi}}\right)$  — нераспределенная прибыль прогнозируемая, руб.;

$\frac{D_{\phi}}{\text{ЧП}_{\phi}}$  — коэффициент выплаты дивидендов.

Процесс расчета потребности компании в дополнительном внешнем финансировании рассмотрим на материалах ОАО “Глобэл Энерджи”.

**Пример 9.1.** Объем реализации ОАО “Глобэл Энерджи” в 20X8 г. (приложение 2) составляет 1775 млрд руб., прогнозируемый уровень на следующий период — 2130 млрд руб. Коэффициент выплаты дивидендов — 0,17. Рентабельность продаж, исчисленная по чистой прибыли, равна 20%. Определить потребность во внешнем финансировании.

Сокращенный отчетный и прогнозный балансы представлены в таблице 9.2.

Таблица 9.2 — Прогнозирование методом процента от продаж, млрд руб.

Статья баланса	Отчетный год	Процент от продаж, %	Плановый год
<b>АКТИВ</b>			
Внеоборотные активы	4026	$4026/1775 \times 100 = 226,8$	$2,268 \times 2130 = 4\,831$
Оборотные активы	1195	$1195/1775 \times 100 = 67,3$	$0,673 \times 2130 = 1\,434$
Баланс	5221		6265
<b>ПАССИВ</b>			
Капитал	2708	Не применяется	2708
Нераспределенная прибыль	1247		$1247 + 0,2 \times 2130 - 0,17 \times 0,2 \times 2130 = 1600$
Долгосрочные обязательства	886	Не применяется	886
Краткосрочные обязательства	380	$380/1775 \times 100 = 21,4$	$0,214 \times 2130 = 456$
Баланс	5221		5650

Потребность во внешнем финансировании =  $6265 - 5650 = 615$  млрд руб.

Теперь просчитаем потребность во внешнем финансировании по формуле (9.2):

$$\begin{aligned} & \frac{5221}{1775} \times (2130 - 1775) - \frac{380}{1775} \times (2130 - 1775) - 0,2 \times 2130 \times (1 - 0,17) = \\ & = 2,94 \times 355 - 0,21 \times 355 - 426 \times 0,83 = 1044 - 75 - 354 = 615 \text{ млрд руб.} \end{aligned}$$

Итак, чтобы обеспечить прогнозируемый объем продаж, требуются новые капиталовложения в сумме:  $(4831 - 4026) = 805$  млрд руб. Одновременно необходимый прирост оборотных активов должен составить:  $(1434 - 1195) = 239$  млрд руб. Прирост же краткосрочных обязательств:  $(456 - 380) = 76$  млрд руб. и нераспределенной прибыли: 353 млрд руб., к сожалению, не в состоянии покрыть возрастание долго- и краткосрочных финансовых потребностей на  $(805 + 239) = 1044$  млрд руб. Образуется дефицит в сумме:  $(1044 - 76 - 353) = 615$  млрд руб.

Результаты сошлись трижды. Финансовому менеджеру организации придется изыскать 615 млрд руб. собственных или заемных средств.

## 9.2. Финансовый контроль

Финансовое планирование и прогнозирование жизненно важны для успешной деятельности организации. Однако результаты финансового планирования сводятся на нет при отсутствии надлежащей системы финансового контроля. На любой стадии процесса финансового менеджмента неизбежны отклонения фактического состояния объекта управления от планируемого. Для своевременной информации о качестве и содержании таких отклонений необходим внутренний финансовый контроль.

Для системы финансового контроля ключевым является не вопрос типа “Как идут дела у организации в 2Х11 г. по сравнению с 2Х10 г.?”, а вопрос “Как идут дела у организации в 2Х11 г. по сравнению с нашими планами и прогнозами?”. Если реальные результаты деятельности отличаются от предусмотренных финансовым планом (бюджетом), то что мы можем сделать для того, чтобы вернуться на заданную траекторию?

Наличие вышеперечисленных проблем требует применения системы внутреннего финансового контроля в процессе управления организацией.

*Внутренний финансовый контроль* — это одна из важнейших функций управления и процесс, который осуществляется по инициативе собственников компании. Он проводится си-

лами внутреннего персонала организации для того, чтобы обеспечить достаточную уверенность в достижении целей с точки зрения надежности информационного обеспечения управления финансами, эффективности и результативности финансово-хозяйственных операций. Это контроль, осуществляемый компанией в целях соблюдения финансового законодательства и подзаконных нормативно-правовых актов; стандартов саморегулируемых организаций (для профессиональных участников рынка ценных бумаг); учредительных и внутренних документов компании.

Цель внутреннего финансового контроля — информационное обеспечение менеджмента компании для получения возможности принятия эффективных финансовых решений с учетом факторов неопределенности и рисков. Это означает, что организация системы внутреннего финансового контроля и ее функционирование должны быть направлены на устранение каких-либо рисков деятельности хозяйствующего субъекта, которые угрожают благосостоянию собственников компании.

В настоящее время в российском деловом сообществе наблюдается постепенное принятие концепции риск-ориентированного контроля и адаптирование ее к имеющимся бизнес-реалиям. Так, постановлением Правительства РФ от 19 ноября 2008 г. № 863 в действующий федеральный стандарт аудиторской деятельности ПСАД № 8 “Понимание деятельности аудируемого лица, среды, в которой она осуществляется, и оценка рисков существенного искажения аудируемой финансовой (бухгалтерской) отчетности” введены элементы риск-ориентированного подхода к аудиту, реализованного в действующих международных стандартах аудита.

Однако создание системы эффективно функционирующего внутреннего контроля в компании является пока еще недостаточно осмысленной как в научном отношении, так и в плане практической реализации. Поскольку организация системы внутреннего контроля законодательно регламентирована в РФ только для финансово-кредитных учреждений (положения “О службе главного аудитора Банка России”, утверж-

денное приказом ЦБ РФ от 31 марта 1997 г. № 02-140, и “Об организации внутреннего контроля в кредитных организациях и банковских группах”, утвержденное приказом ЦБ РФ от 16 декабря 2003 г. № 242-П), вопросы внутрифирменного управления являются прерогативой самой организации и каждая компания вправе самостоятельно определять состав и цели субъектов системы внутреннего финансового контроля. Построение и поддержание системы внутреннего финансового контроля требуют определенных усилий, а, следовательно, и привлечения дополнительных ресурсов, то контроль ради контроля не эффективен. Внутренний финансовый контроль должен экономически оправдывать свое существование в рамках организации, и выгоды от его функционирования должны превышать затраты на его построение и поддержание. Между тем применительно к внутреннему финансовому контролю принцип экономической эффективности в российских компаниях не всегда соблюдается. Во-первых, зачастую проводится сплошной контроль всех хозяйственных операций без его ориентации на области повышенного риска. Во-вторых, сам контроль проводится не регулярно, а периодически, в установленные периоды (как правило, по результатам года) или в зависимости от наступления заранее установленной ситуации (например, при смене акционеров/менеджмента). В итоге внутренний финансовый контроль становится излишне трудоемким и/или малоэффективным, поскольку ликвидировать последствия наступивших отклонений намного дороже, чем их предупредить. Как же лучше организовать внутренний финансовый контроль, чтобы он стал и менее трудоемким, и более эффективным?

Представляет интерес международный опыт и разработки в области внутреннего риск-ориентированного контроля, который постоянно совершенствуется.

Современный этап истории единых требований к системе внутреннего контроля компаний, основанный на концепции риска, начался в 1985 г. в США. Пять профессиональных саморегулируемых организаций — Американский институт по серти-

фикации бухгалтеров (AICPA, American Institute of Certified Public Accountants), Американская ассоциация по учету и отчетности (American Accounting Association), Институт финансовых директоров (FEI, Financial Executives Institute), Институт внутренних аудиторов (Institute of Internal Auditors, ИА) и Институт специалистов управленческого учета (Institute of Management Accountants) — создали национальную комиссию по борьбе с недостоверной финансовой отчетностью. Первым председателем этой организации стал Джеймс С. Тредуэй (James S. Treadway). Поэтому в литературных источниках она значится как Комиссия Тредуэя.

Результатом работы данной комиссии стал документ 1992 г. под названием “Интегрированная концепция внутреннего контроля” (Internal Control — Integrated Framework). Кратко его принято называть по наименованию комитета-организатора концепцией COSO, моделью COSO, или просто COSO. Данное руководство до сих пор считается краеугольным камнем теории и практики внутреннего контроля в рамках любой организации — большой и маленькой, частной и государственной, коммерческой и благотворительной. Главные заслуги этого документа заключаются в следующем.

*Первое* — сформулировано классическое определение внутреннего контроля как процесса, который:

- осуществляется всеми руководителями и сотрудниками организации;
- развернут в целях достижения разумной или достаточной (но не абсолютной!) уверенности в том, что обеспечивается решение задач: по проведению операций согласно принципам эффективности и результативности; созданию достоверной финансовой отчетности; соблюдению требований нормативно-правовых актов;
- закреплён в специальном внутреннем документе организации, утвержденном ее высшим коллегиальным руководящим органом.

*Второе* — подробно описаны пять взаимосвязанных компонентов внутреннего контроля (контрольная среда, оценка рисков, контрольные действия, обмен информацией, мониторинг).



*Третье* — в документе отмечается, что внутренний контроль является наиболее действенным, когда средства контроля встроены в инфраструктуру организации и являются частью самой организации. Это позволяет избежать неоправданных затрат и быстро реагировать на изменение условий и среды деятельности.

В начале нового столетия в законодательстве США произошли существенные, поистине революционные изменения, серьезно затронувшие ситуацию в сфере внутреннего контроля. В результате громких скандалов, начало которым положила крупная компания по торговле электроэнергией Enron, когда обнаружились многочисленные случаи фальсификаций финансовой отчетности, а фирмы — внешние аудиторы оказались неспособными вовремя их выявить, в 2002 г. был принят Закон Сарбейнса-Оксли (англ. Sarbanes-Oxley Act). Ключевую роль в обеспечении выполнения компаниями нормативов требований Закона Сарбэйнс-Оксли играет американская Комиссия по ценным бумагам и биржам (англ. Securities and Exchange Commission — SEC). В разд. 404 Закона Сарбэйнса-Оксли, посвященном оценке систем внутреннего контроля, указано, что SEC устанавливает правила, требующие, чтобы компании, зарегистрированные на фондовой бирже, включали в годовой отчет описание системы внутреннего контроля, в котором:

- определяется ответственность руководства за создание и поддержание адекватной системы внутреннего контроля и выполнение определенных процедур для составления финансовой отчетности;

- содержится оценка эффективности системы внутреннего контроля и процедур финансовой отчетности по состоянию на конец последнего финансового года.

SEC включила требования разд. 404 в собственное правило 33–8238 “Оценка руководством компании системы внутреннего контроля и процедур финансовой отчетности должна быть основана на соответствующих общепризнанных критериях”. В качестве одной из основ оценки указаны Единые принципы COSO.

Эти нововведения привели к резкому усилению роли внутреннего контроля в корпоративном секторе и оказали значи-

тельное влияние на всю мировую практику. Сходные требования были установлены практически во всех развитых странах.

В сентябре 2004 г. руководство COSO по внутреннему контролю получило дальнейшее развитие: был опубликован новый документ — “Концепция управления рисками предприятия” (Enterprise Risk Management Framework), в научных изданиях часто применяется сокращенное название — модель COSO-ERM.

Суть концепции COSO-ERM — это риск-ориентированный контроль по бизнес-процессам. В новом документе внутренний контроль рассматривается как неотъемлемая составная часть процесса управления рисками, осуществляемого в любой компании. Такой подход к сфере внутреннего контроля в настоящее время является общепризнанным для обоих секторов (и частного, и государственного) и активно разрабатывается регулирующими органами. Компании, зарегистрированные на фондовых биржах США (NYSE, NASDAQ) обязаны применять единые принципы COSO-ERM к оценке эффективности внутреннего контроля своих компаний, определяющие соотношение между целями и элементами управления рисками, которое проиллюстрировано трехмерной матрицей в форме куба (рисунок 9.2).

Четыре категории целей — стратегические, операционные, в области подготовки отчетности и соблюдения установленных требований законодательства — представлены вертикальными колонками, восемь элементов управления рисками — горизонтальными рядами, а организационные единицы — третьим измерением. Такое представление описывает общее управление рисками компании или управление по категориям целей, отдельным организационным единицам или подгруппам единиц.

С учетом задач или планов компании ее правление определяет стратегические цели, выбирает стратегию и определяет скоординированные цели для всех уровней организационной структуры компании:

- стратегические цели — цели высокого уровня, скоординированные и обеспечивающие решение задач, стоящих перед компанией;



Рисунок 9.2 — Единые принципы внутреннего контроля COSO-ERM

- операционные цели — эффективное и экономичное использование ресурсов;
- цели подготовки отчетности — надежность и достоверность системы отчетности;
- цели соблюдения требований законодательства — соблюдение действующих законодательных и нормативных актов.

Единые принципы определяют восемь взаимосвязанных элементов управления рисками:

1. Внутренняя среда представляет собой атмосферу в организации и определяет, каким образом риск воспринимается сотрудниками организации, и как они на него реагируют. Внутренняя среда включает философию управления рисками и “риск-аппетит” (ориентированность на риски), честность и приверженность этическим принципам, а также условия работы.

2. Постановка целей. Цели должны быть определены до того, как руководство начнет выявлять события, которые потенциально могут оказать влияние на их достижение. Процесс управле-

ния рисками предоставляет “разумную” гарантию того, что руководство компании имеет правильно организованный процесс выбора и формирования целей, и эти цели соответствуют миссии организации и ее толерантности к риску.

3 Определение событий. Внутренние и внешние события, оказывающие влияние на достижение целей организации, должны определяться с учетом их разделения на риски или возможности. Возможности должны учитываться руководством в процессе формирования стратегии и постановки целей.

4. Оценка рисков. Выявленным рискам должны присваиваться приоритеты в порядке уменьшения их значения с целью сосредоточить время и ресурсы на рисках, которые считаются существенными, т. е. имеющими наибольшее значение для деятельности организации. Должна производиться как качественная, так и количественная оценка выявленных рисков и их влияния на эффективность деятельности организации.

5. Реагирование на риск. Руководство выбирает метод реагирования на риск — уклонение от риска, принятие, сокращение или перераспределение риска — разрабатывая ряд мероприятий, которые позволяют привести выявленный риск в соответствие с допустимым уровнем риска (толерантность к риску) и риск-аппетитом организации.

6. Средства контроля. Политики и процедуры разработаны и установлены таким образом, чтобы обеспечивать “разумную” гарантию того, что реагирование на возникающий риск происходит эффективно и своевременно.

7. Информация и коммуникации. Необходимая информация определяется, фиксируется и передается в такой форме и в такие сроки, которые позволяют сотрудникам выполнять их функциональные обязанности. Также осуществляется эффективный обмен информацией в рамках организации как по вертикали сверху вниз и снизу вверх, так и по горизонтали.

8. Мониторинг. Весь процесс управления рисками организации отслеживается и по необходимости корректируется. Мониторинг осуществляется в рамках текущей деятельности руководства или путем проведения периодических оценок.

Гибкость и быстрота реакции на изменения среды и большая эффективность являются основными преимуществами риск-ориентированного контроля по сравнению с идеей тотального контроля. Следовательно, при определении эффективности и адекватности системы внутреннего финансового контроля должны в первую очередь учитываться не конкретные формы, методы и технологии контроля, не количество людей, занятых контролем, количество проведенных ими проверок или выявленных ошибок, а действия (или бездействие) менеджмента и собственников компании, направленные на встраивание внутреннего контроля во все бизнес-процессы, своевременную оценку рисков и эффективности мер контроля, применяемых для смягчения их воздействия. В этом смысле выявление недостатков или нарушений может являться сигналом о возможной проблеме, связанной с отсутствием или неправильной работой контроля, и этот сигнал требует глубокого анализа причин и понимания бизнес-процесса.

Для собственников и менеджмента важно установить такие правила разработки процедур, которые не позволят выпустить на рынок новые услуги без учета всех неотъемлемых рисков и встраивания в процессы адекватных мер контроля. Нужно определить такую линию подчинения службы внутреннего контроля, порядок и периодичность проведения им проверок и информирования о полученных результатах, чтобы обеспечить в рамках конкретной организации приемлемый уровень ее независимости и при необходимости поддерживать ее действия своим авторитетом. Только при таком подходе к внутреннему контролю можно добиться эффективного функционирования всей компании.

Таким образом, инновационный ориентир в системе внутреннего финансового контроля — риск-ориентированный подход. После начала мирового финансового кризиса в 2008 г. значимость риск-ориентированного подхода только возросла.

## **Резюме**

В главе 9 дан обзор вопросов, связанных финансовым планированием и контролем, ниже перечислены рассмотренные в главе ключевые положения.

1. Финансовое планирование — это система финансовых планов, обеспечивающая компанию необходимыми финансовыми ресурсами в каждый период времени, поддерживающая ее ликвидность, платежеспособность и финансовую устойчивость на необходимом уровне.

2. Целью финансового планирования является определение возможных объемов поступления денежных средств и их рациональное расходование в плановом периоде.

3. К задачам финансового планирования относятся:

- обеспечение хозяйственного процесса необходимыми денежными средствами;
- выявление путей наиболее рационального вложения капитала;
- увеличение прибыли за счет экономного использования ресурсов;
- установление финансовых отношений с бюджетом, банками, страховщиками и другими хозяйствующими субъектами на основе количественного измерения величины поступивших и отданных денежных средств;
- осуществление контроля за образованием и использованием денежных средств.

4. Финансовое планирование состоит из ряда последовательных этапов:

- разработки долгосрочного финансового плана;
- разработки среднесрочного (годового) плана;
- разработки краткосрочных планов (платежный календарь).

5. Стратегическое финансовое планирование обычно начинается с разработки прогноза основных показателей финансовой деятельности и финансового состояния организации на долгосрочный период. Исходной предпосылкой для разработки долгосрочного финансового плана по важнейшим направлениям финансовой деятельности организации является формирование финансовой стратегии.

6. Финансовая стратегия — это финансовая политика компании на долгосрочную перспективу, определяющая устойчи-

вый темп развития, общий объем необходимых и возможных финансовых средств, их состав и источники, методы инвестирования, стоимость и эффективность использования с учетом факторов неопределенности и рисков.

7. Тактическое финансовое планирование состоит в разработке конкретных видов среднесрочных финансовых планов, которые позволяют определить на предстоящий год все источники финансирования развития компании, сформировать структуру ее доходов и затрат, обеспечить постоянную платежеспособность организации, предопределить структуру ее активов и капитала на конец планируемого периода.

8. Оперативное финансовое планирование базируется на разработанных среднесрочных финансовых планах. Это планирование поступления и оттока денежных средств в календарном разрезе, по коротким периодам времени (месяц, декада или ежедневно). Документ, отражающий оперативный (текущий) денежный оборот компании, называется платежный календарь (платежный баланс).

9. Для повышения эффективности и снижения рискованности финансовых решений процесс планирования в компании должен проходить с учетом возможных рисков. В основе планирования лежат многие факторы, однако учет рисков позволит принимать более обоснованные решения.

10. На этапе краткосрочного планирования преобладают тактические риски. На этапе среднесрочного планирования особое внимание следует уделять тактическим рискам с тенденцией перехода в разряд стратегических рисков корпоративного значения. На этапе долгосрочного планирования особое внимание следует уделять стратегическим рискам.

11. В последние годы в российских компаниях в финансовом планировании внедряется понятие “бюджетирование” из зарубежной практики. Бюджетирование является процессом построения детальных количественных планов. Бюджетирование по форме — это система взаимосвязанных бюджетов. Бюджет — количественное воплощение плана.

12. Важную роль в планировании составляют различные прогнозы и ориентиры. Прогнозирование (греч. *prognosis* — предвидение) состоит в изучении возможного финансового состояния организации на длительную перспективу.

13. Следует отличать планирование и прогнозирование, хотя оба эти процесса отражают наше представление об будущем, план — это отражение будущего которое мы хотим видеть, а прогноз отражение будущего которое мы ожидаем.

14. Внутренний финансовый контроль — это процесс, организованный и осуществляемый представителями собственника, руководством, а также другими сотрудниками для того, чтобы обеспечить достаточную уверенность в достижении целей с точки зрения надежности информационного обеспечения управления финансами, эффективности и результативности финансово-хозяйственных операций. Это контроль, осуществляемый компанией в целях соблюдения финансового законодательства и подзаконных нормативно-правовых актов; стандартов саморегулируемых организаций (для профессиональных участников рынка ценных бумаг); учредительных и внутренних документов компании.

15. Цель внутреннего финансового контроля — информационное обеспечение менеджмента компании для получения возможности принятия эффективных финансовых решений с учетом факторов неопределенности и рисков.

16. В настоящее время в российском деловом сообществе наблюдается постепенное принятие концепции риск-ориентированного контроля и адаптирование ее к имеющимся бизнес-реалиям.

17. Концепция риск-ориентированного контроля разработана учеными США в 2004 г. Кратко этот документ принято называть по наименованию комитета-организатора, концепцией COSO-ERM, моделью COSO-ERM, или просто COSO-ERM.

18. Единые принципы COSO-ERM определяют соотношение между целями и элементами управления рисками, которое проиллюстрировано трехмерной матрицей в форме куба. Четы-



ре категории целей — стратегические, операционные, в области подготовки отчетности и соблюдения установленных требований законодательства — представлены вертикальными колонками, восемь элементов управления рисками — горизонтальными рядами, а организационные единицы — третьим измерением. Такое представление описывает общее управление рисками компании или управление по категориям целей, отдельным организационным единицам или подгруппам единиц.

19. Гибкость и быстрота реакции на изменения среды и большая эффективность являются основными преимуществами риск-ориентированного контроля по сравнению с идеей тотального контроля.

## Глава 10. СПЕЦИАЛЬНЫЕ ТЕМЫ ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА

---

*Между замыслами и результатами лежит гигантская пропасть.*

*Я могу предложить вам простую формулу успеха: сначала все до конца продумать, а затем до конца же осуществить.*

Эдди Рикенбейкер

### **Цели изучения темы:**

- ❖ формирование представлений о специальных темах финансового менеджмента, об особенностях финансового менеджмента в некоммерческих организациях;
- ❖ получение знаний о финансовом оздоровлении и антикризисном управлении организацией;
- ❖ приобретение навыков принятия финансовых решений в условиях инфляции.

В предыдущих темах были рассмотрены общие принципы управления финансами в крупной коммерческой организации, функционирующей в стабильном режиме. Однако существуют ситуации, когда типовые методики управления финансами вряд ли применимы. В частности, это может быть в периоды инфляции, финансовых затруднений, включая банкротство, в случаях реорганизации бизнеса и т. п. Знание особенностей осуществления управления финансами некоммерческих организаций также важно для успешной работы таких организаций.

## 10.1. Финансовые решения в условиях инфляции

Инфляция — процесс, характеризующийся повышением общего уровня цен в экономике или, что эквивалентно, снижением покупательной способности денег. Инфляция не означает автоматического роста цен абсолютно на все товары и услуги, поскольку даже в периоды значимой инфляции цены на отдельные товары ведут себя неодинаково, возможны ситуации, когда цена на некоторый товар не только не растет, но даже снижается. Открытая инфляция проявляется в продолжительном росте уровня цен, скрытая (подавленная) — в усилении товарного дефицита; первая характерна рыночной, вторая — централизованно планируемой экономике.

Выделяют различные виды и формы инфляции. Достаточно распространено обособление трех видов инфляции (приводимые пограничные значения темпа условны):

- ползучая (темп инфляции до 10% в год);
- галопирующая (ежегодный темп инфляции колеблется в интервале от 10 до 50%);
- гиперинфляция (критерии разнообразны).

Перед финансовыми менеджерами и бухгалтерами всегда стоит вопрос: нужно ли учитывать влияние инфляции и если да, то как? Ответ на него зависит от темпов инфляции: если они существенны на протяжении достаточно длительного периода, то ответ утвердительный.

Игнорирование влияния инфляции приводит к искажению информации о финансовом состоянии организации, ее способности к сохранению и наращиванию капитала и, следовательно, искажает оценку эффективности бизнеса в целом.

Основными последствиями отсутствия учета влияния инфляции на показатели финансовой отчетности являются следующие:

- под влиянием роста цен величина себестоимости проданной продукции оказывается заниженной в сравнении с текущей стоимостью замещения ресурсов (данный фактор имеет особое значение для организаций с длительным операционным циклом);

- формирование себестоимости исходя из исторических, а не текущих цен, как правило, более высоких в условиях инфляции, снижает возможность хозяйствующих субъектов восстанавливать израсходованные в процессе их деятельности запасы материалов и обновлять основные средства. Как следствие этого объем средств, направленных на восстановление ресурсов, может не соответствовать реальным потребностям организации;

- сумма прибыли организации в условиях роста цен становится завышенной. Пересчет расходов с учетом восстановительных цен на используемые ресурсы привел бы к сокращению величины прибыли или, возможно, к увеличению убытка. Отсутствие такого пересчета вводит в заблуждение как менеджмент организации и ее собственников, так и кредиторов;

- искажается информация о способности организации к сохранению и наращиванию капитала, что ведет к просчетам в процессе принятия решений, касающихся вопросов корпоративного управления прибылью, — прибыль может быть распределена в ущерб долгосрочной финансовой устойчивости организации;

- вуалируются потери от неиспользуемых денежных средств и дебиторской задолженности;

- отсутствует информация о реальном соотношении дебиторской и кредиторской задолженностей, необходимая для управления текущей платежеспособностью организации;

- нарушается принцип сопоставимости информации финансовой отчетности — сравнения по времени становятся нереалистичными, в результате чего снижается достоверность информационной базы прогнозного анализа финансовых результатов и денежных потоков организации;

- расчет ключевых финансовых коэффициентов, характеризующих эффективность вложения капитала и являющихся важнейшими в системе оценки эффективности бизнеса организации, в первую очередь таких, как рентабельность инвестиций и рентабельность собственного капитала, дает искаженный результат. Это затрудняет возможность обоснования принимаемых инвестиционных решений.

В процессе учета влияния изменения цен на показатели финансовой отчетности следует различать общее и частные изменения цен. В зависимости от причин изменения цен для учета их влияния на показатели финансовой отчетности должны быть использованы различные методы.

*Общее изменение цен* отражает увеличение или уменьшение стоимости одной денежной единицы. Такие изменения определяются влиянием инфляции (дефляции). Например, если индекс цен вырос со 100 до 120%, то это означает, что цены выросли, а покупательная способность денежной единицы сократилась в 1,2 раза.

*Изменение покупательной способности* характеризует возможность приобретения товаров и услуг на определенную сумму в сравнении с тем, что на эту же сумму можно было купить в прошлом.

*Общая покупательная способность* определяется колебаниями общего уровня цен. Для ее характеристики используются различные индексы, среди которых в первую очередь используют индекс потребительских цен (ИПЦ) и индекс цен производителей продукции (ИЦП).

*Частные изменения цен* связаны с ростом или снижением ценности отдельных ресурсов (активов). Они вызываются различными причинами, связанными с изменением предпочтений покупателей, изменениями индивидуальной себестоимости, технологическими нововведениями, изменениями предложения отдельных товаров.

В период инфляции наблюдается, как правило, два типа движения цен: рост общего уровня цен и частные колебания цен.

Хотя рост общего уровня цен и отражает совокупный результат изменения цен, по нему необязательно можно судить о темпах или даже направлениях изменения цен на конкретные активы. Несмотря на инфляцию или рост общего уровня цен, цены на отдельные активы могут расти медленнее, чем общий уровень, или быстрее, или даже сокращаться. Поэтому для оценки способности организации восстановить свои активы, необходимо учитывать частные изменения цен независимо от изменения их общего уровня.

Рассмотрим последствия влияния инфляции на основные для финансового менеджмента показатели — финансовый результат организации и ее капитал.

В качестве иллюстрации проанализируем показатель чистых активов некоего акционерного общества “Омега”. Напомним, что чистые активы организации характеризуют количественную оценку величины ее капитала, определяемой на основе данных бухгалтерского баланса.

Допустим, согласно данным финансовой отчетности рассматриваемой организации величина ее чистых активов на начало года составляла 100 млн руб. Расчет чистых активов на конец года показал, что их величина соответствует: а) 140 млн руб.; б) 110 млн руб.

Как видим, и в том, и в другом случаях по данным бухгалтерского баланса наблюдается рост величины чистых активов: в первом случае на 40 млн руб., во втором — на 10 млн руб. Согласно традиционной практике, основанной на историческом подходе к формированию показателей финансовой отчетности без их корректировки на инфляцию, пользователь отчетности констатирует наращивание капитала и в том, и в другом случае.

Надо полагать, что данный факт будет иметь существенное влияние на оценку эффективности управления организацией в рассматриваемом периоде и, самое главное, на решение о распределении и использовании прибыли.

Вместе с тем, обратившись к информации об уровне инфляции в рассматриваемом периоде и, следовательно, снижении покупательной способности денежных средств, можно констатировать некорректность механического сравнения величины чистых активов, поскольку капитал организации обладал разной покупательной способностью в начале и конце года.

Располагая сведениями о том, что уровень роста цен характеризовался в отчетном периоде значением 115%, можем говорить о том, что величиной, соответствующей значению чистых активов на начало года, должны быть чистые активы в размере 115 млн руб. ( $100 \times 115/100$ ).

Таким образом, расчетная величина чистых активов на конец года, соответствующая чистым активам на начало года с учетом падения их покупательной способности, будет определяться по формуле

$$\text{ЧА}_{\text{кг}}(\text{расчет}) = \text{ЧА}_{\text{нг}} \times \frac{\text{Индекс цен на конец года}}{\text{Индекс цен на начало года}}.$$

Следовательно, в рассматриваемом примере при варианте (а) мы можем говорить о наращивании капитала в размере 25 млн руб. (40–15). При варианте (б) можно констатировать частичную потерю капитала под влиянием инфляции в размере 5 млн руб.

Как видим, изменения величины капитала (чистых активов) изменилась, и весьма значительно.

Полученная в результате проведенных расчетов величина обесценения капитала на 15 млн руб. указывает на необходимость резервирования (сохранения в составе нераспределенной) части прибыли в целях сохранения капитала организации. Иными словами, проведенный расчет позволяет оценить ту минимально необходимую сумму нераспределенной прибыли, которая должна быть реинвестирована с целью сохранения капитала.

Для реализации рассмотренного подхода в международной практике руководствуются принципами оценки сохранения капитала: концепцией поддержания финансового и физического капитала, предусмотренной требованиями МСФО и других учетных систем (GAAP USA и др.).

Оценка существенности влияния инфляции на показатели финансовой отчетности зависит от различных условий и факторов. Так, влияние изменения цен может проявляться по-разному в зависимости:

- от изменения общего уровня цен;
- состава активов и частных изменений цен на них, а также соотношения денежных и неденежных активов и обязательств;
- выбранного способа финансирования.

*Изменение общего уровня цен* приводит к изменению покупательной способности капитала организации. Таким образом, такие изменения оказывают влияние на сохранение финансового капитала.

*Состав активов и частных изменений цен на них.* В зависимости от того, какими активами и обязательствами располагает организация, влияние изменения цен на финансовые результаты и капитал может быть различным.

Стоимость отдельных групп активов и обязательств является фиксированной безотносительно к возможным будущим изменениям цен на товары и услуги. К таким статьям могут быть отнесены статьи денежных средств, дебиторской и кредиторской задолженности (при условии, что сумма требований или обязательств фиксирована). Рассматриваемые статьи бухгалтерского баланса принято называть денежными, или монетарными.

Согласно МСФО 29 “Финансовая отчетность в условиях гиперинфляции” денежными статьями считаются деньги и статьи, подлежащие получению или выплате.

Под влиянием общего изменения цен такие статьи либо теряют покупательную способность, либо повышают ее в зависимости от того, имеет место инфляция или дефляция, а также от того, к активам или обязательствам принадлежит рассматриваемая статья.

Как общее правило, в период инфляции организация несет потери за счет снижения покупательной способности денежных статей актива, которые в определенной степени компенсируются за счет имеющихся денежных статей обязательств.

Разность между величиной денежных активов и денежных обязательств по их состоянию на определенную дату составляет *чистую денежную позицию* на эту дату. В период роста общего уровня цен (инфляции) отрицательная чистая денежная позиция является выигрышной для организации, тогда как положительная денежная позиция в этих условиях приводит к потерям от инфляции.

С другой стороны, активы и обязательства, количественная оценка которых меняется под влиянием изменения цен, т. е.



не фиксирована, относят к неденежными (немонетарным) статьям. Примерами таких статей в первую очередь являются материальные статьи актива (запасы товарно-материальных ценностей, основные средства, капитальные вложения), нематериальные активы, а также иные статьи, которые не могут рассматриваться как денежные.

На неденежные статьи активов влияют общее изменение цен, а также частные изменения цен на активы.

*Способ финансирования.* Привлечение заемных средств на фиксированной основе при прочих равных условиях приводит к сокращению потерь от обесценения денежных средств, которые несет организация в связи с инфляцией. Однако выигрыш организации за счет привлечения того или иного типа заемных средств зависит от ряда других факторов:

- способа размещения денежных средств. Свободные денежные средства могут быть использованы по-разному: размещены под определенный процент; вложены в активы, которые, будучи проданными или использованными в процессе производства, принесут определенный доход; находиться без движения на текущих счетах в банке;

- расходов, связанных с привлечением финансовых ресурсов. Привлечение средств на заемной основе связано с расходами по привлечению средств и обслуживанию долга, которые вынуждена нести организация. К числу таких расходов следует отнести: проценты, причитающиеся к оплате кредиторам; дополнительные расходы, произведенные в связи с получением кредитов и займов (включая консультационные услуги, проведение экспертиз, другие расходы); курсовые и суммовые разницы, относящиеся на причитающиеся к оплате проценты по займам и кредитам;

- условий налогообложения. Согласно требованиям гл. 25 НК РФ проценты по долговым обязательствам любого вида вне зависимости от характера предоставленного кредита или займа признаются и учитываются при расчете налогооблагаемой базы по налогу на прибыль. Это, в свою очередь, приводит к удешевлению заемных средств для привлекающей их организации.

Таким образом, хотя привлечение заемных средств и сокращает потери организации от инфляции, окончательный вывод относительно выигрыша или потерь вследствие этого можно сделать с учетом указанных факторов.

В мировой практике применяются различные подходы к отражению в финансовой отчетности влияния изменения цен.

Возможны два основных, принципиально отличающихся друг от друга подхода: выборочный и комплексный.

*Выборочный подход* предполагает корректировку лишь отдельных элементов финансовой отчетности. Примерами применения выборочного подхода можно назвать:

- переоценку активов. Организация имеет право не чаще одного раза в год (на начало отчетного года) переоценивать объекты основных средств по восстановительной стоимости путем индексации или прямого пересчета по документально подтвержденным рыночным ценам с отнесением возникающих разниц на добавочный капитал организации;

- ускоренную амортизацию внеоборотных активов, которая обеспечивает списание стоимости объектов основных средств либо в более короткие сроки, либо в силу специального порядка списания (например, при способе уменьшаемого остатка и способе списания стоимости по сумме числа лет срока полезного использования); наибольшая часть стоимости объектов списывается в первые годы эксплуатации, защищая тем самым активы от обесценения.

Согласно требованиям гл. 25 НК РФ налогоплательщики получают возможность использовать для целей налогообложения один из двух методов: линейный (являющийся традиционным для российской практики учета и налогообложения) и нелинейный. Нелинейный метод известен в практике учета как метод (способ) уменьшаемого остатка, т. е. является одним из методов ускоренной амортизации.

Ни один из названных методов не учитывает снижения покупательной способности денежных средств. Кроме того, корректировка одной или двух статей расходов, таких как амортизация основных средств или себестоимость израсходованных ре-

сурсов, без корректировки остальных статей не позволяет отразить полное влияние изменения цен на информацию о финансовом состоянии организации.

*Комплексный подход* основан на корректировке всех или всех основных статей финансовой отчетности, подверженных влиянию инфляционного изменения цен. Среди них в качестве базовых можно назвать два:

- 1) метод общей покупательной способности;
- 2) метод текущей (восстановительной) стоимости.

В основе этих методов лежат два подхода к оценке сохранения капитала. Метод общей покупательной способности предполагает выполнение требований к оценке сохранения финансового капитала. Метод восстановительной стоимости основан на требовании сохранения физического капитала.

Учитывая, что и тот, и другой методы имеют свои достоинства и недостатки, иногда применяют комбинированный вариант, учитывающий подходы обоих методов.

*Метод общей покупательной способности*, применяемый для представления информации финансовой отчетности, отличается от традиционной практики ведения учета в исторических ценах в первую очередь используемой единицей измерения.

Назначение метода — показать, как изменится отчетность, составленная по исторической стоимости, с учетом изменения общей покупательной способности на определенную дату.

Ориентиром при оценке влияния инфляционных процессов традиционно служит индекс потребительских цен (ИПЦ). Значение индекса в базовом периоде принимается за 100%, а его изменения выражаются в виде процентов от уровня базового года.

Среди индексов цен, применяемых для корректировки статей отчетности, можно прежде всего выделить индексы, рассчитываемые Росстатом:

- индекс потребительских цен (ИПЦ). Данный инструмент традиционно используется в качестве ориентира при определении уровня инфляции;
- индекс цен производителей промышленной продукции (ИЦП). Данный индекс ориентирован на учет отраслевой специфики.

ИПЦ характеризует изменение во времени общего уровня цен на товары и услуги. Он измеряет отношение стоимости фиксированного набора товаров и услуг в ценах текущего периода к его стоимости в ценах предыдущего (базисного) периода.

Расчет ИПЦ производится с месячной периодичностью. Ежемесячно исчисляются индексы цен к предыдущему месяцу, к соответствующему месяцу предыдущего года, к декабрю предыдущего года. Для пересчета макроэкономических показателей в сопоставимые цены осуществляется расчет индексов цен к соответствующему периоду предыдущего года.

Ежеквартально определяются индексы цен на конец квартала, к концу предыдущего квартала, к соответствующему кварталу предыдущего года, к соответствующему кварталу базисного года, к базисному году.

Расчет индексов цен за квартал, период с начала года, период за ряд лет производится “цепным” методом, т. е. путем перемножения соответственно месячных, квартальных или годовых индексов потребительских цен.

ИПЦ за месяц публикуется в ежемесячном экономическом докладе Росстата и размещается на его сайте в информационной системе Интернет.

По России в целом ИПЦ ежеквартально публикуется в “Российской газете” до 20-го числа месяца, следующего за истекшим кварталом. Информация об ИПЦ за год публикуется в ежегодных статистических изданиях “Российская Федерация в цифрах”, “Российский статистический ежегодник”.

Порядок публикации ИПЦ на региональном уровне определяется территориальными органами государственной статистики.

Общая покупательная способность, измеренная с помощью общего индекса цен, показывает тенденцию поведения всех цен на товары и услуги в экономике в направлении роста, падения, стабилизации в среднем, а также отражает изменение стоимости денег.

С помощью индекса цен покупательная способность денежной единицы одного периода может быть приведена к покупательной способности денежной единицы другого периода.

Приведение денежных единиц одного периода к денежным единицам другого периода производится следующим образом:

Новый индекс : Старый индекс.

Допустим, текущий индекс составляет 115%. Объект основных средств был приобретен за 100 тыс. руб., когда данный индекс цен составлял 104%.

Пересчет исторической стоимости с учетом изменения покупательной способности будет следующим:

$$(115 / 104) \times 100\,000 = 110\,577 \text{ руб.}$$

Смысл произведенного пересчета состоит в следующем: с учетом изменения покупательной стоимости денежных средств ранее приобретенный за 100 тыс. руб. объект основных средств должен был бы стоить 110 577 руб. в переводе на сегодняшние деньги.

Рассмотрим методику основных корректировок, выполняемых при использовании метода общей покупательной способности:

- статьи активов и пассивов подразделяются на две группы: монетарные (денежные) и немонетарные (неденежные). При этом к монетарным (денежным) статьям относятся как собственно статьи денежных средств, так и те статьи активов и обязательств, которые подлежат получению или оплате в фиксированной сумме. В первую очередь к ним относят статьи дебиторской и кредиторской задолженностей. К монетарным также могут быть отнесены статьи финансовых вложений (монетарные активы) и полученных кредитов и займов (монетарные пассивы);
- рассчитывается величина прибыли или убытка, связанная с влиянием инфляции на монетарные статьи баланса. Полученная величина прибыли (убытка) отражается в отчете о прибылях и убытках отдельной строкой в дополнение к прочим традиционным статьям;
- немонетарные статьи отчетности пересчитываются с учетом изменений общего уровня цен с использованием соответствующего индекса;

- скорректированное значение нераспределенной прибыли определяется после пересчета остальных статей баланса.

Необходимость корректировки, связанной с влиянием изменения покупательной способности на денежные (монетарные) статьи активов и обязательств, продиктована тем, что под влиянием инфляции данные статьи отчетности изменяют свою покупательную способность. Происходит обесценение денежных средств и дебиторской задолженности, что приводит к возникновению убытков. В то же время обесценение под влиянием инфляции кредиторской задолженности сопровождается возникновением скрытой прибыли. Совокупное влияние изменения покупательной способности на монетарные статьи баланса будет определяться их первоначальным соотношением или величиной чистой денежной позиции на начало года, а также результатом изменения денежных средств в отчетном периоде.

Можно выделить следующую последовательность расчета выигрышей и потерь от изменения общего уровня цен.

1. Рассчитывается чистая денежная позиция (положительная или отрицательная) на начало данного периода. Для этого сумма монетарных (денежных) активов уменьшается на величину монетарных (денежных) обязательств по их состоянию на начало периода. Величина чистой денежной позиции на начало года корректируется с учетом изменения общего уровня цен к концу данного периода.

2. Рассчитывается сумма всех поступлений отчетного периода, увеличивающих чистую денежную позицию по любым причинам (выручка от продажи продукции или оказания услуг, операционные и прочие доходы, поступления, увеличивающие величину собственного капитала, но не включаемые в расчет финансового результата, например от эмиссии акций и др.). Полученная величина корректируется с учетом изменения общего уровня цен к концу данного периода.

3. Рассчитывается сумма уменьшения чистой денежной позиции в отчетном периоде. При этом должны быть учтены все причины: текущие расходы, капитальные вложения, закупки материальных ценностей, налоги и т. д. Полученная величина

должна быть скорректирована с учетом изменения общего уровня цен на конец данного периода.

4. Определяется расчетная чистая денежная позиция на конец данного периода как сумма результатов расчетов п. 1 и 2 за вычетом результата, полученного в п. 3.

5. На основании показателей бухгалтерского баланса рассчитывается фактическая чистая денежная позиция на конец отчетного периода.

6. Расчетная чистая денежная позиция на конец периода сопоставляется с фактической чистой денежной позицией на конец периода. Результат сопоставления будет характеризовать собой прибыль или убыток за период от влияния инфляции на монетарные статьи активов и пассивов.

Если расчетная чистая денежная позиция на конец периода превышает фактическую, то получен убыток. Если расчетная чистая денежная позиция на конец периода меньше фактической, то получена прибыль.

Достоинства метода:

- отражает изменение покупательной способности денежных средств и покупательной способности капитала;
- позволяет более обоснованно подойти к вопросу распределения чистой прибыли, чем традиционный учет по исторической стоимости;
- учитывает влияние инфляции на денежные активы и обязательства организации.

Недостатки метода:

- не учитывает частных изменений цен на активы. Предполагается, что цены на активы изменяются в соответствии с изменением общего уровня цен;
- сложность и условность выбора индекса цен, необходимого для пересчета статей отчетности. Использование для пересчета ИПЦ или ИЦП даст различные результаты, причем отклонения могут быть существенными;
- подразделение статей на монетарные (денежные) и немонетарные (неденежные) статьи является достаточно произвольным. Ряд статей бухгалтерского баланса, таких, например,

как “Долгосрочные финансовые вложения” и “Краткосрочные финансовые вложения”, с определенными допущениями могут быть отнесены к составу и монетарных, и немонетарных активов. Аналогичная проблема возникает при обосновании возможности отнесения к монетарным пассивам долгосрочных и краткосрочных кредитов и займов организации;

- не учитываются конкретные сроки приобретения активов.

Организации, имеющие высокую оборачиваемость активов, располагают активами, стоимость которых максимально приближена к текущим ценам;

- не учитывается влияние научно-технического прогресса.

Так, даже при общем росте цен цены на продукцию электронной промышленности, в первую очередь компьютеры, под влиянием научно-технического прогресса снижаются.

В отличие от метода общей покупательной способности, основанного на предположении, что цены на все активы меняются одинаково, *метод (текущей) восстановительной стоимости* учитывает движение цен на отдельные активы.

Изменение первоначальных цен на товары и услуги, используемые организацией, влияет на сумму средств, необходимых для замещения потребленных ресурсов и поддержания нормальной деятельности. Учет по текущим ценам позволяет отражать факт изменения цен при определении прибыли отчетного периода и оценке капитала организации.

Таким образом, метод восстановительной стоимости применяется с целью сохранения физического капитала организации. Согласно этому методу прибыль организации признается, если обеспечено поддержание производственных возможностей предприятия. Прибыль организации, рассчитанная в текущих ценах, определяется как разность между фактической выручкой от продаж и себестоимостью проданной продукции, а также других расходов, исчисленных по текущей (восстановительной) стоимости.

Согласно данному методу изменение стоимости и внеоборотных, и оборотных активов за счет отражения их в балансе по цене замещения (восстановительной стоимости) найдет отражение в составе собственного капитала как прибыль от владения активами.



Под прибылью от владения активами понимают прибыль, которую получает организация при увеличении текущей стоимости актива. Прибыль от владения активами отражается как резерв в составе собственного капитала, поскольку она не является реальной прибылью и в силу этого не должна отражаться в составе прибыли отчетного периода.

При определении принимаемой за базу расчета стоимости актива ориентируются на стоимость замещения. Однако при этом могут учитываться возможная стоимость продаж, а также дисконтированная стоимость.

Под возможной стоимостью продаж обычно понимается ожидаемая сумма чистого поступления денежных и приравненных к ним средств, которая должна быть получена от продажи актива при нормальном ходе бизнеса. Возможная стоимость продаж применяется обычно в том случае, если актив собираются продать.

Дисконтированная стоимость обычно используется, когда отсутствует намерение немедленно продать данный актив.

Применение метода восстановительной стоимости основано на корректировке статей расходов с целью обеспечения возможности замещения израсходованных ресурсов с учетом изменения текущих цен на них.

Стоимость замещения определяется следующими методами:

- использованием публикуемых индексов, например индексов цен производителей (ИЦП). Однако при этом возможно получить лишь приблизительную оценку, к тому же не в полной мере учитывается реальная степень изношенности оборудования, что весьма существенно для российских организаций. В некоторых случаях к отдельным видам или группам активов могут применяться соответствующие частные индексы цен;

- прямым пересчетом по документально подтвержденным рыночным ценам;

- экспертной оценкой.

Себестоимость проданной продукции определяется на основе исходной стоимости запасов (себестоимости их заготовления),

скорректированной с учетом изменения текущих цен, т. е. цен замещения, к концу отчетного периода.

Основные средства также должны быть переоценены по их текущей стоимости. Амортизация начисляется исходя из текущей стоимости.

Рассмотрим последовательность корректировок, выполняемых в соответствии с требованиями метода восстановительной стоимости.

1. Корректировка суммы амортизации производится на величину разницы между суммами амортизации, начисленными исходя из стоимости приобретения основных средств и по восстановительной стоимости.

Пересчет амортизации по методу восстановительной стоимости осуществляется практически так же, как при методе общей покупательной способности, но вместо общего индекса потребительских цен в данном случае применяются индивидуальные индексы (либо индивидуальная оценка) для каждого вида (группы) основных средств в зависимости от того, как изменилась их восстановительная стоимость по сравнению с первоначальной.

Изменения в сторону увеличения (уменьшения) стоимости основных средств в результате указанной корректировки отражаются в составе собственного капитала в виде резерва переоценки.

2. Корректировка себестоимости проданной продукции должна отражать разницу между стоимостью восстановления запасов, потребленных в данном периоде, и стоимостью их заготовления.

На практике бывает достаточно трудно вести непрерывный учет изменения текущей стоимости замещения запасов. В целях снижения трудоемкости работы могут быть использованы индексы, характеризующие динамику изменения цен на используемые ресурсы.

Методику расчета себестоимости продаж и амортизации в текущих ценах рассмотрим на примере.

**Пример 10.1.** Компания имеет следующие данные:

1. Себестоимость израсходованных материальных ресурсов (в ценах приобретения) в составе себестоимости продаж состав-

вила 616 000 тыс. руб.; сумма резерва пересчета в текущие цены и чистой прибыли, исчисленной в текущих ценах, составляет величину чистой прибыли в ценах приобретения, т. е. показана в отчете о прибылях и убытках  $41\,713 + 27\,567 = 69\,280$  тыс. руб.

2. Таблица 10.1 — Бухгалтерский баланс на 01 января 2Х10 г. (отчетный год, тыс. руб.)

<b>АКТИВ</b>	<b>На начало года</b>	<b>На конец года</b>
Внеоборотные активы	240 000	283 500
Запасы	60 000	80 000
Дебиторская задолженность	280 000	320 000
Денежные средства	1 000	6 000
<b>БАЛАНС</b>	<b>581 000</b>	<b>689 500</b>
<b>ПАССИВ</b>		
Уставный капитал	100 000	100 000
Добавочный капитал	170 000	201 500
Нераспределенная прибыль: прошлых лет	51 000	51 000
отчетного года	X	69 280
Кредиторская задолженность	260 000	267 720
<b>БАЛАНС</b>	<b>581 000</b>	<b>689 500</b>

3. Таблица 10.2 — Отчет о прибылях и убытках (тыс. руб.)

<b>Показатель</b>	<b>Сумма</b>
Выручка	980 000
Себестоимость	(860 000)
Валовая прибыль	120 000
Общехозяйственные расходы	(2000)
Коммерческие расходы	(850)
Прибыль от продаж	117 150
Прочие доходы	6000
Прочие расходы	(36 550)
Прибыль до налогообложения	86 600
Налог на прибыль	(17 320)
Чистая прибыль	69 280

Для выполнения расчетов понадобится информация о динамике изменения цен на используемые материалы. Учитывая,

что изменение цен окажет влияние на остатки запасов в балансе, а также на себестоимость изготовления материалов, предварительно необходимо оценить динамику цен в отчетном периоде (в нашем примере в 20X9 г.), а также в течение периода пребывания запасов на складе.

По данным службы снабжения, уровень изменения цен на материалы в 20X9 г. был равен 112%. Важно обратить внимание, что этот индекс не соответствует общему индексу цен (ИПЦ), который был использован при пересчете статей отчетности по методу общей покупательной способности.

Как было отмечено ранее, метод восстановительной стоимости позволяет учитывать динамику цен на используемые активы. Поскольку цены на отдельные группы используемых ресурсов меняются неодинаково, на практике динамику цен следует учитывать по отдельным группам (видам) ресурсов.

Для корректировки статей запасов по методу восстановительной стоимости прежде всего необходимо рассчитать средний период пребывания запасов на складе. Расчет может быть выполнен двумя способами. Наиболее простой и наименее точный расчет может быть выполнен следующим образом:

*Длительность анализируемого периода × Средняя величина запасов в отчетном периоде : Себестоимость продаж.*

Более точный расчет:

*Длительность анализируемого периода × Средняя величина запасов в отчетном периоде : Себестоимость израсходованных материалов.*

Выполним расчет по уточненному методу:

$$360 \times (60\,000 + 80\,000) \times 0,5 : 616\,000 = 41 \text{ день.}$$

Следовательно, средний период пребывания запасов на складе составляет 41 день. Допустим, что запасы, показанные в балансе, были приобретены в среднем за месяц до окончания (начала) отчетного периода.

Динамика цен на материалы в декабре 20X8 г. характеризовалась индексом 102%, или 1,02. Изменение цен на материа-

лы в декабре 20X9 г. составило 101%, или 1,01. (Напомним, что на практике расчет должен выполняться по группам запасов.) Расчет индивидуальных индексов (или динамики изменения цен) выполняется организацией самостоятельно на основе внутренней учетной информации, характеризующей стоимость закупаемых материальных ценностей в отчетном периоде.

Таким образом, индекс цен запасов изменялся следующим образом: индекс за декабрь 20X8 г. составил 102%. Среднегодовой индекс за 20X9г. составил 105,8% ( $\sqrt{1,12}$ ). Индекс за декабрь 20X9 г. составил 101%.

Расчет себестоимости израсходованных материальных ценностей в текущих ценах с учетом имеющейся информации показан в таблице 10.3.

Таблица 10.3 — Расчет себестоимости израсходованных материалов в текущих ценах (тыс. руб.).

Показатель	В ценах приобретения (нескорректированные данные)	Коэффициент корректировки	В текущих ценах (скорректированные данные)	Отклонение (гр. 4 – гр. 2)
1	2	3	4	5
1. Запасы на начало периода	60 000	1,02	61 200	1 200
2. Себестоимость изготовления материалов	636 000	1,058	672 888	36 888
3. Запасы на конец периода	80 000	1,01	80 800	800
4. Себестоимость израсходованных материалов (п. 1 + п. 2 – п. 3)	616 000	–	653 288	37 288

Согласно полученным данным себестоимость израсходованных материальных ценностей в текущих ценах составляет 653 288 тыс. руб., а себестоимость в ценах приобретения — 616 000 тыс. руб. Отклонение в размере 37 288 тыс. руб. и есть величина корректировки себестоимости продаж (в части материальных затрат) для расчета величины прибыли в текущих ценах.

Вполне очевидно, что для применения на практике данный расчет должен быть уточнен, так как расходование материалов в отчетном периоде может быть связано не только с производством, но и с другими причинами (например, со строительством, выполняемым хозяйственным способом). В этом случае при расчете величины материальных затрат в текущих ценах должна учитываться доля расхода материалов, включаемых в себестоимость продаж.

Для расчета суммы амортизации в текущих ценах необходимо определить восстановительную стоимость основных средств. Сведения о стоимости основных средств на 01.01.2010 г. и результатах их переоценки приведены в таблице 10.4.

Таблица 10.4 — Сведения о состоянии основных средств (ОС) (тыс. руб.)

Объекты (группы) ОС	Первоначальная (инвентарная) стоимость	Накопленная амортизация	Остаточная стоимость	Текущая стоимость		
				Восстановительная стоимость	Накопленная амортизация	Остаточная стоимость
ОС, приобретенные в 2007 г.	250 000	25 000	225 000	290 000	29 000	261 000
ОС, приобретенные в 2008 г.	15 000	1500	13 500	16 250	1625	14 625
ОС, приобретенные в 2009 г.	50 000	5000	45 000	53 000	5300	47 700
ВСЕГО	315 000	31 500	283 500	359 250	35 925	323 325

Расчет амортизации, начисленной в 2009 г. в ценах приобретения и текущих ценах, представлен в таблице 10.5.

Согласно данным таблицы 10.5 отклонение между суммой амортизации, начисленной в отчетном периоде в ценах приобретения, и суммой амортизации в текущих ценах составило 4 425 тыс. руб.

Таблица 10.5 — Расчет амортизации, начисленной в 20X9 г.

Показатель	Объекты (группы) основных средств			
	ОС, приобретенные в 20X7 г.	ОС, приобретенные в 20X8 г.	ОС, приобретенные в 20X9 г.	ВСЕГО
1. Первоначальная (инвентарная) стоимость, тыс. руб.	250 000	15 000	50 000	315 000
2. Годовая норма амортизации (линейный метод), %	10	10	10	-
3. Начисленная в отчетном периоде амортизация, тыс. руб.	25 000	1500	5000	31 500
4. Текущая стоимость, тыс. руб.:				
4.1. Восстановительная стоимость	290 000	16 250	53 000	359 250
4.2. Амортизация	29 000	1625	5300	35 925
5. Отклонение (п. 4.2 – п. 3)	4000	125	300	4425

Расчет величины прибыли или убытка в текущих ценах может быть выполнен следующим образом (таблица 10.6.)

Таблица 10.6 — Расчет прибыли (убытка) отчетного периода в текущих ценах

Показатель	Сумма, тыс. руб.	Источник информации
Прибыль (убыток) в ценах приобретения до налогообложения	86 600	Отчет о прибылях и убытках (нескорректированный)
Корректировка амортизации	(4425)	Таблица 10.5
Корректировка себестоимости	(37 288)	Таблица 10.3
Прибыль (убыток) в текущих ценах до налогообложения	44 887	Расчетно
Налог на прибыль	17 320	Отчет о прибылях и убытках (нескорректированный)
Чистая прибыль (убыток) в текущих ценах	27 567	Расчетно

В балансе, составленном в текущих ценах, активы и пассивы будут отражены следующим образом:

- основные средства — по текущей стоимости (как правило, это восстановительная стоимость за вычетом начисленной амортизации);

- запасы — по текущей стоимости (как правило, это стоимость их замещения);

- дебиторская задолженность, кредиторская задолженность и денежные средства — по их номинальной или балансовой стоимости.

В разделе “Капитал и резервы”:

- уставный и добавочный капитал должны быть показаны по номинальной стоимости;

- нераспределенная прибыль отчетного года отражается в текущих ценах;

- имеется резерв, связанный с пересчетом статей расходов в текущие цены (включает остаток резерва на начало года (если имеется) плюс поправка суммы годовой амортизации плюс поправка величины себестоимости продаж).

В нашем случае — в отсутствие начального остатка — величина резерва имеет значение, представленное в таблице 10.7.

Таблица 10.7 — Расчет резерва пересчета в текущих ценах

Показатель	Сумма, тыс. руб.	Источник информации
Корректировка себестоимости продаж	37 288	Таблица 10.3
Корректировка амортизации	4 425	Таблица 10.5
Итого сумма резерва	41 713	Расчетно

Кроме того, в составе капитала отражается результат переоценки материальных активов — основных средств и запасов.

Расчет изменения величины материальных активов представлен в таблице 10.8

Как можно видеть, стоимость активов возросла на 40 625 тыс. руб. На такую же сумму увеличится капитал организации. Таким образом, в отличие от ранее рассмотренного метода общей покупательной способности при использовании метода восстановительной стоимости соблюдается балансовое равенство активов и пассивов.



Таблица 10.8 — Изменение стоимости материальных активов (тыс. руб.)

Показатель	Расчет	Сумма, тыс. руб.	Источник информации
1. Увеличение первоначальной стоимости основных средств	359 250–315 000	44 250	Таблица 10.4
2. Увеличение накопленной амортизации	35 925–31 500	4425	Таблица 10.4
3. Увеличение стоимости запасов	80 800–80 000	800	Таблица 10.3
4. Итого изменение стоимости материальных активов (п. 1 – п. 2 + п. 3)	44 250 – 4425 + + 800	40 625	Расчетно

С учетом выполненных расчетов построим бухгалтерский баланс на 01.01.2Х10 г. (таблица 10.9).

Таблица 10.9 — Бухгалтерский баланс с учетом выполненных расчетов (тыс. руб.)

Статьи	Традиционный метод	Метод восстановления стоимости	Отклонение
1	3	4	5
<b>АКТИВ</b>			
Внеоборотные активы	283 500	323 325	39 825
Запасы	80 000	80 800	800
Дебиторская задолженность	320 000	320 000	-
Денежные средства	6000	6000	-
<b>БАЛАНС</b>	689 500	730 125	40 625
<b>ПАССИВ</b>			
Уставный капитал	100 000	100 000	-
Добавочный капитал	201 500	201 500	-
Резерв переоценки активов	-	40 625	40 625
Резерв изменения текущих цен	-	41 713	41 713
Нераспределенная прибыль прошлых лет	51 000	51 000	-
Нераспределенная прибыль отчетного года	69 280	27 567	(41 713)
Кредиторская задолженность	267 720	267 720	-
<b>БАЛАНС</b>	689 500	730 125	40 625

По данным баланса видно, что пересчет показателей бухгалтерской отчетности в текущие цены существенно изменил величину активов, капитала и финансовых результатов.

Достоинства метода восстановительной стоимости:

- ориентирован на учет изменения цен на используемые активы в данной организации;
- нацелен на сохранение производственной мощности организации и восстановление израсходованных ресурсов (сохранение физического капитала);
- позволяет измерять прибыль организации таким образом, чтобы было видно, превысили доходы текущие расходы (стоимость замещения) или нет;
- содействует принятию эффективных управленческих решений по ценообразованию и контролю за расходами;
- дает возможность оценить текущую стоимость ресурсов, т. е. суммы, которую организация должна была бы заплатить в настоящее время для приобретения активов. Для целей прогнозирования эта величина представляет собой наилучшую оценку стоимости затрат, сопоставляемых с текущими доходами.

К недостаткам метода восстановительной стоимости можно отнести следующие:

- не учитывает общее изменение покупательной способности денежных средств;
- является наиболее трудоемким. Выполнение расчетов и получение подтверждения о стоимости замещения (рыночной стоимости) используемых активов представляет значительную проблему;
- в достаточной степени субъективен;
- не учитывает влияния изменения покупательной способности денег на статьи денежных активов и обязательств, в то время как такие потери могут быть весьма значительными.

Как видим, два рассмотренных метода — общей покупательной способности и восстановительной стоимости — имеют как общие черты, так и отличия.

Выбор того или иного метода должен определяться конкретными целями, доступностью объективной информации, интересами пользователей.

В первую очередь корректировка данных финансовой отчетности с учетом влияния инфляции становится необходимой для тех организаций, чьи акции обращаются на фондовом рынке (организациям-эмитентам). Вместе с тем, как было показано ранее, информация о финансовом положении организации, сформированная с учетом влияния изменения цен, является необходимой в тех случаях, когда ставится задача оценить способность организации сохранять и наращивать свой капитал, обеспечивать возмещение израсходованных ресурсов, получать обоснованную оценку эффективности инвестирования капитала в активы.

Все это еще раз демонстрирует, насколько важным для финансового менеджера является понимание методов оценки и учета отдельных активов, применяемых в системе бухгалтерского учета.

## **10.2. Банкротство, финансовое оздоровление, антикризисное управление организацией**

*Антикризисное управление* — это управление, в основе которого лежит предвидение опасности кризиса, анализ его симптомов, мер по снижению отрицательных последствий, использование его факторов, механизм вывода организации из кризиса.

*Кризис* — максимальное обострение противоречий развития, переломный момент цикла, точка, где происходят решающие перемены, ситуация, в которой организация не в состоянии расплатиться со своими долгами. Кризисы не только зло, они — условие роста. Кризис в организации находит законченное выражение в относительно длительном финансово-экономическом благополучии. Агрегированный индикатор кризиса — устойчивое снижение стоимости организации.

Экзогенные и эндогенные факторы усиливают возможность кризисов. Экзогенные (внешние) факторы оказывают различное по силе воздействия влияние на организации. Пути реагирования на факторы внешней среды — выделение из внешних факторов:

- ближнего окружения (клиенты, поставщики), адаптация к конкретным условиям партнерства в данном виде бизнеса;

- дальнего окружения, опосредованно влияющего через законы, демографические сдвиги, макроэкономические показатели и либо приспособление к ним, либо отсылка сигналов о нарушениях в регулировании.

Эндогенные (внутренние) факторы, провоцирующие кризисную ситуацию, в агрегированном виде можно классифицировать на операционные (производственно-экономические) и финансовые. Эта классификация позволяет прогнозировать развитие ситуации в первом приближении:

- если имеют место преимущественно финансовые затруднения, хорошие операционные возможности дают надежду на исправление ситуации;

- если финансовые затруднения производны от неудачной операционной деятельности, то, скорее всего, последуют ликвидационные мероприятия.

Внешняя для организаций среда может:

- быть полностью ответственной за возникновение неблагоприятных изменений в организациях, оказывать травмирующее воздействие;

- быть частично ответственной, т. е. усиливать возникновение кризисных явлений;

- частично гасить кризисные явления в организации эффективной системой мер макроэкономического воздействия.

Антикризисное управление организацией — составная часть стратегического управления на всех фазах цикла. В широком смысле цель антикризисного управления — увеличение ценности организации.

Стратегическое и антикризисное управление находятся в сложной взаимосвязи: с одной стороны, антикризисное управление — составная часть стратегического управления, выполняет важнейшую функцию защиты, являясь встроенным стабилизатором развития организации, с другой — антикризисное управление проявляется во влиянии на выбор общей стратегии

организации — недопущении принятия стратегии, связанной с повышенным риском.

Если понимать антикризисное управление в узком смысле как управление кризисом и вывод организации из него, то цель антикризисного управления — преодоление падения стоимости компании и обеспечение ее устойчивого роста с низшей точки падения. Фазами жизненного цикла организации являются:

- создание и становление;
- рост;
- зрелость (стабильность);
- спад;
- плановая трансформация;
- рост либо кризис.

В фазах становления и роста антикризисное управление направлено на обеспечение управляемого, контролируемого роста.

Фаза зрелости организации предполагает следующие составляющие антикризисной стратегии: мониторинг производственно-экономических и финансовых показателей; критическую оценку продуктов, процессов, организационной системы; прогноз изменений среды; превентивные меры, заключающиеся в создании запаса прочности, снижении рисков.

В фазе спада антикризисная стратегия направлена на удержание показателей в допустимых для конкретной организации пределах, подготовку ее к стадии системной трансформации, сокращение продолжительности спада.

В фазе трансформации антикризисная стратегия призвана сделать переход в новое качество по возможности плановым, в крайнем случае, контролируемым и не допустить кризиса. В фазе трансформации и кризиса преобладает активное управление, в то время как на других фазах цикла — плановое и (или) реактивное.

Методы антикризисного управления применяются в двух случаях:

- организация находится на начальных стадиях кризиса — антикризисное управление применяет сама организация, а при-

меняемые меры зависят от структуры организации, вида деятельности, причин, вызывающих кризис, квалификации и опыта финансовых менеджеров и др;

- на стадии серьезного кризиса, когда требуется вмешательство государства, антикризисное управление проводится по правилам, установленным Федеральным законом от 26 октября 2002 № 127-ФЗ “О несостоятельности (банкротстве)”. Управление осуществляют как сама организация, так и специалисты — арбитражные управляющие.

Согласно Закону “несостоятельность (банкротство) — признанная арбитражным судом неспособность должника в полном объеме удовлетворить требования кредиторов по денежным обязательствам и (или) исполнить обязанность по уплате обязательных платежей”. Таким образом, понятие “банкротство” тесно связано с понятием “неплатежеспособность”. Однако термин “неплатежеспособность” может трактоваться различными способами:

- для нормально функционирующей организации он означает временную нехватку денежных средств, которая может быть устранена;
- при банкротстве под неплатежеспособностью понимают превышение обязательств над активами, т. е. отрицательный собственный капитал.

Банкротство представляет собой признание организации неспособной расплачиваться по своим долгам. В России признание должника банкротом производится только государством в лице арбитражного суда и может быть:

- добровольным (сам должник выражает подобное желание);
- принудительным (по требованию кредиторов)

Закон регулирует порядок и условия осуществления мер по предупреждению банкротства, порядок проведения процедур, применяемых в деле о банкротстве:

- *санация* — меры, принимаемые собственником имущества должника — унитарного предприятия, учредителями (участниками) должника, кредиторами должника и иными лицами в целях предупреждения банкротства;

- *наблюдение* — процедура, применяемая в деле о банкротстве к должнику в целях обеспечения сохранности его имущества, проведения анализа финансового состояния должника, составления реестра требований кредиторов и проведения первого собрания кредиторов;

- *финансовое оздоровление* — процедура, применяемая в деле о банкротстве к должнику в целях восстановления его платежеспособности и погашения задолженности в соответствии с графиком погашения задолженности. Данная процедура добавлена в отличие от действовавшего ранее законодательства;

- *внешнее управление* — процедура, применяемая в деле о банкротстве к должнику в целях восстановления его платежеспособности;

- *конкурсное производство* — процедура, применяемая в деле о банкротстве к должнику, признанному банкротом, в целях соразмерного удовлетворения требований кредиторов;

- *мировое соглашение* — процедура, применяемая в деле о банкротстве на любой стадии рассмотрения дела о банкротстве в целях прекращения производства по делу о банкротстве путем достижения соглашения между должником и кредиторами.

Согласно зарубежному опыту в части прогнозирования вероятности банкротства финансовым аналитиком Уильямом Бивером предложена система показателей для оценки финансового состояния организации с целью диагностики банкротства. У. Бивер проанализировал 30 коэффициентов за пятилетний период по группе организаций, половина из которых обанкротилась. Все коэффициенты были сгруппированы им в шесть групп, при этом исследование показало, что наибольшую значимость для прогнозирования банкротства имел показатель, характеризовавший соотношение притока денежных средств и заемного капитала. Система показателей Бивера применительно к российской отчетности приведена в таблице 10.10. Границы показателей по группам организаций рассчитаны применительно к российской финансовой отчетности.

Таблица 10.10 — Система показателей Бивера, применительно к российской финансовой отчетности

Показатель	Значения показателя		
	Группа I (благополучная организация)	Группа II (за 5 лет до банкротства)	Группа III (за 1 год до банкротства)
Коэффициент Бивера	0,4–0,45	0,17	–0,15
Коэффициент текущей (общей) ликвидности	$2 \leq K_{\text{лт}} \leq 3,2$	$1 \leq K_{\text{лт}} \leq 2$	$K_{\text{лт}} \leq 1$
Экономическая рентабельность, %	6–8	4–6	– 22
Рентабельность заемного капитала, %	Меньше 37	40–50	80 и более
Коэффициент покрытия активов собственными оборотными средствами	0,4	0,4–0,3	Около 0,06

В оценке вероятности банкротства (американская практика) используется пятифакторная модель Эдварда Альтмана. Она представляет собой линейную дискриминантную функцию, коэффициенты которой рассчитаны по данным исследования совокупности из 33 компаний.

$$Z_5 = 1,2x_1 + 1,4x_2 + 3,3x_3 + 0,6x_4 + 1,0x_5,$$

где показатели  $x_1, x_2, x_3, x_4, x_5$  рассчитываются по следующим алгоритмам:

$x_1$  = (оборотные активы — краткосрочные обязательства) / все обязательства;

$x_2$  = нераспределенная прибыль / все активы;

$x_3$  = прибыль до уплаты процентов и налогов / все активы;

$x_4$  = рыночная стоимость обыкновенных и привилегированных акций / все активы;

$x_5$  = выручка от реализации / все активы.

Если  $Z_5 < 1,8$  — вероятность банкротства очень высокая;  $1,81 < Z_5 < 2,7$  — вероятность банкротства средняя;  $2,71 < Z_5 < 2,99$  — банкротство возможно, но при определенных обстоятельствах;  $Z_5 > 3,0$  — очень малая вероятность банкротства. Эта модель применима в условиях России только для акционерных



обществ, акции которых свободно продаются на рынке ценных бумаг, т. е. имеют рыночную стоимость.

Признаком финансовой несостоятельности (банкротства) в соответствии с действующим законодательством в России является:

- для юридических лиц — неспособность удовлетворить требования кредиторов по денежным обязательствам и (или) исполнить обязанность по уплате обязательных платежей, если соответствующие обязательства и (или) обязанность не исполнены им в течение трех месяцев с даты, когда они должны были быть исполнены;

- для физических лиц — неспособность удовлетворить требования кредиторов по денежным обязательствам и (или) исполнить обязанность по уплате обязательных платежей, если соответствующие обязательства и (или) обязанность не исполнены им в течение трех месяцев с даты, когда они должны были быть исполнены, и если сумма его обязательств превышает стоимость принадлежащего ему имущества.

При установлении неплатежеспособности организации целесообразно провести финансовый анализ, который может быть произведен лицами, представленными в таблице 10.11.

Таблица 10.11 — Состав лиц, проводящих финансовый анализ неплатежеспособности субъекта

Лицо, проводящее финансовый анализ	Цель анализа (укрупненно)	Регламентация и проведение финансового анализа
Должник	Выявить перспективы выхода из кризиса	Отсутствует
Кредитор	Выявить перспективы возврата денежных средств от должника	Отсутствует
Арбитражный управляющий	Выявить перспективы развития процедуры банкротства	Постановление Правительства России от 25.06.2003 № 367 “Об утверждении Правил проведения арбитражным управляющим финансового анализа”

*Финансовый анализ, проводящийся кредитором*, имеет цель оценить реальное финансовое состояние должника и перспективы его выхода из кризиса, а также возможность полного погашения им существующего долга в ближайшей перспективе. По результатам анализа кредитор может принять следующие решения:

- обратиться в арбитражный суд с заявлением о признании должника банкротом;
- провести реструктуризацию имеющейся задолженности.

Одной из особенностей финансового анализа в условиях кризиса является необходимость дополнительной оценки внешней среды, влияющей на хозяйственную деятельность должника: экономическая ситуация на соответствующем рынке, особенности налогообложения, тип конкуренции на рынке, доля должника на рынке и т. п. Анализ внешней среды позволит адекватнее оценить перспективы выхода должника из кризиса.

*Финансовый анализ, проводящийся самим должником*, имеет целью разработку мер антикризисного управления в организации.

Разработка мер антикризисного управления в организации включает:

- анализ внешней среды и внутреннего потенциала конкурентных преимуществ организации для выбора стратегии ее развития на основе прогнозирования своего финансового состояния;
- предварительную диагностику причин возникновения кризисных ситуаций в экономике и финансах организации;
- комплексный анализ финансово-экономического состояния организации для установления методов ее финансового оздоровления, в процессе которого определяются масштабы кризисного состояния организации, исследуются факторы, которые обусловили ее кризисное развитие, и формируются цели вывода организации из этого состояния. Естественно, что цели должны быть адекватны масштабам организации. Итогом этих процедур является разработка *бизнес-плана оздоровления* организации, в котором определяют действенные внутренние механизмы финансовой стабилизации и эффективные формы са-

нации организации. Мероприятия по санации могут проводиться самой организацией как до наступления процедуры банкротства, так и во время ее.

Наиболее широкий диапазон форм имеет санация, инициируемая самой организацией до возбуждения кредиторами дела о банкротстве. В этом случае она носит упреждающий характер, полностью согласуется с целями и интересами организации, подчинена задачам антикризисного ее управления и сочетается с осуществляемыми мерами внутренней финансовой стабилизации.

Санация организации может осуществляться по многим направлениям, охватывая все стороны и направления ее хозяйственной деятельности. Та часть санационных мероприятий, которая призвана обеспечить финансовую стабилизацию организации в процессе ее кризисного состояния, выделяется в особый блок, который характеризуется как финансовая санация.

*Финансовая санация* представляет собой систему мероприятий, направленных на восстановление платежеспособности и финансовой устойчивости организации, находящейся в состоянии финансового кризиса, с целью предотвращения ее ликвидации.

Одним из направлений финансовой санации организации, осуществляемой ею совместно с партнерами по хозяйственной деятельности (кредиторами и инвесторами), является реструктуризация ее задолженности.

Под *реструктуризацией задолженности организации* понимается комплекс мероприятий по преобразованию ее долговых обязательств, направленных на погашение текущих требований кредиторов, с целью восстановления ее платежеспособности. Погашенными считаются требования, по которым у организации достигнуты с кредиторами соглашения о приостановлении, замене или прекращении соответствующего долгового обязательства.

Объектом реструктуризации задолженности организации могут выступать выплаты по погашению основного долга, выплаты процентов по обслуживанию кредитов и займов, выплаты пени и других штрафных санкций за нарушение контракт-

ных обязательств, другие существенные условия по долговым обязательствам, приводящим к уменьшению (погашению) текущих требований кредиторов.

Управление процессом реструктуризации задолженности осуществляется по следующим основным этапам:

- оценка состава финансовых обязательств, их ранжирование по срочности погашения. Определяют суммы долгосрочных и краткосрочных финансовых обязательств, суммы финансового и товарного кредита, внутренней кредиторской задолженности; рассчитывают коэффициенты, характеризующие соотношение этих показателей: коэффициент соотношения долгосрочных и краткосрочных финансовых обязательств; коэффициент соотношения привлеченного финансового и товарного кредита; коэффициент неотложных финансовых обязательств в общей их сумме; период обращения кредиторской задолженности;

- оценка возможности погашения задолженности организации в текущем периоде. В процессе этого этапа определяется, какой объем задолженности организация может погасить за счет имеющихся у нее финансовых ресурсов, а какой объем ее непокрытых текущих финансовых обязательств будет определять размер ее неплатежеспособности, генерируя угрозу ее банкротства и ликвидации;

- выбор конкретных форм и видов реструктуризации задолженности организации. Различают пять основных форм реструктуризации задолженности организации в процессе ее финансовой санации:

- 1) пролонгация сроков выплаты задолженности в форме ее отсрочки. Под отсрочкой задолженности понимается перенесение сроков ее выплаты на более поздний период. Наиболее распространенным видом отсрочки является перевод краткосрочной задолженности организации в долгосрочную (отсрочка выплаты начисленных дивидендов и т. п.);

- 2) пролонгация сроков выплаты задолженности в форме ее рассрочки. Под рассрочкой задолженности понимается ее разделение на несколько частей, которые выплачиваются постепенно в предстоящем периоде по графику, согласованному сто-

ронами. Эта форма реструктуризации задолженности организации является одной из наиболее распространенных в процессе осуществления ее финансовой санации;

3) переоформление задолженности в другие виды долга. Эта форма реструктуризации сочетает в себе как пролонгацию сроков выплаты задолженности, так и изменение других существенных кредитных условий (например, залог имущества, поручительство или гарантии третьих лиц и т. п.). Основными видами этой формы реструктуризации задолженности являются оформление векселем долга по коммерческому кредиту, замена одного вида облигаций другим с внесением изменений в условия ее выпуска, перевод долга на третьих лиц;

4) конверсии задолженности в имущество. Эта форма реструктуризации задолженности направлена на замену денежных выплат по ней передачей кредитору отдельных видов активов (имущества) организации. Наиболее часто в виде таких активов выступают акции организации, объекты ее недвижимости, машины и оборудование, сырье и материалы, готовая продукция;

5) отказ от кредитных требований. Такая форма реструктуризации задолженности может охватывать часть требований кредитора или полный их объем;

- согласование форм и условий реструктуризации задолженности организации с кредиторами (инвесторами) и переоформление кредитных договоров. Конкретные формы и условия реструктуризации задолженности организация согласовывает в процессе переговоров с каждым из кредиторов или с комитетом кредиторов (инвесторов), представляющим общие их интересы. Согласованные условия реструктуризации задолженности оформляются новым видом кредитного договора;

- контроль за выполнением условий погашения организацией реструктурированной задолженности.

Цель реструктуризации задолженности организации в процессе ее финансовой санации считается достигнутой, если погашен необходимый объем текущих требований кредиторов, обеспечивающий восстановление ее платежеспособности и нормальное осуществление финансовой деятельности.

При проведении комплексного анализа и дальнейшего наблюдения за текущей финансовой деятельностью организации основными объектами оценки являются:

- чистый денежный поток. Определяется его общая сумма и сумма, полученная в ходе операционной деятельности, которые затем сопоставляются с суммами текущих обязательств и потребностью в инвестициях;

- динамика и структура активов организации. Определяется соотношение оборотных и внеоборотных активов организации, оценивается эффективность их использования. При этом рассчитывают: коэффициент маневренности активов, коэффициент обеспеченности высоколиквидными активами, коэффициент обеспеченности готовыми средствами платежа, коэффициент текущей платежеспособности, коэффициент абсолютной платежеспособности, коэффициент соотношения дебиторской и кредиторской задолженности, период обращения дебиторской задолженности, продолжительность операционного цикла;

- структура капитала организации, соотношение собственного и заемного капитала. Рассчитывается стоимость капитала;

- текущие затраты организации, динамики выручки и прибыли; определяется соотношение постоянных и переменных затрат, общего уровня затрат и выручки; рассчитывается уровень операционного рычага;

- риск. Определяется уровень концентрации финансовых операций в зонах повышенного риска;

- рыночная стоимость организации, основой которой служит исчисление коэффициента капитализации прибыли.

На основе результатов перечисленных выше расчетов определяются мероприятия по восстановлению платежеспособности, финансовой устойчивости организации. В качестве традиционных мероприятий можно назвать:

1. Ускорение ликвидности оборотных активов, обеспечивающее рост положительного денежного потока в краткосрочном периоде, достигается за счет:

- ликвидации портфеля краткосрочных финансовых вложений;

- ускорения инкассации дебиторской задолженности;
- снижения периода предоставления товарного (коммерческого) кредита;
- увеличения размера ценовой скидки при осуществлении наличного расчета за реализуемую продукцию;
- снижения размера страховых запасов товарно-материальных ценностей;
- уценки трудноликвидных видов запасов товарно-материальных ценностей до уровня цены спроса с обеспечением последующей их реализации и др.

2. Ускорение частичного реинвестирования внеоборотных активов, обеспечивающее рост положительного денежного потока в краткосрочном периоде, достигается за счет:

- реализации высоколиквидной части долгосрочных финансовых инструментов инвестиционного портфеля;
- проведения операций возвратного лизинга, в процессе которых ранее приобретенные в собственность основные средства продаются лизингодателю с одновременным оформлением договора их финансового лизинга;
- ускоренной продажи неиспользуемого оборудования по ценам спроса на соответствующем рынке;
- аренды оборудования, ранее намечаемого к приобретению в процессе обновления основных средств, и др.

3. Ускоренное сокращение размера краткосрочных финансовых обязательств, обеспечивающее снижение объема отрицательного денежного потока в краткосрочном периоде, достигается за счет:

- пролонгации краткосрочных финансовых кредитов;
- реструктуризации портфеля краткосрочных финансовых кредитов с переводом части их в долгосрочные;
- увеличения периода предоставляемого товарного (коммерческого) кредита;
- отсрочки расчетов по отдельным формам внутренней дебиторской задолженности организации.

Приоритетными мерами оздоровления организаций при разных уровнях финансовых затруднений являются:

- если доходы меньше постоянных издержек, то целесообразно сокращение активов, проникновение в другие виды бизнеса;
- если доходы покрывают постоянные издержки, то можно направить основные усилия на увеличение доходности активов;
- если организация работает вблизи порога рентабельности, то самым действенным может оказаться снижение издержек.

Цель этого этапа финансовой стабилизации считается достигнутой, если устранена текущая неплатежеспособность организации, т. е. объем поступления денежных средств превысил объем неотложных финансовых обязательств в краткосрочном периоде. Это означает, что угроза банкротства организации в текущем отрезке времени ликвидирована, хотя и носит, как правило, отложенный характер.

Все эти меры, с одной стороны, направлены на уменьшение размера текущих внешних и внутренних финансовых обязательств организации в краткосрочном периоде, а с другой — на увеличение суммы денежных активов, обеспечивающих срочное погашение этих обязательств. Принцип отсеечения лишнего, лежащий в основе этого механизма, определяет необходимость сокращения размеров как текущих потребностей (вызывающих соответствующие финансовые обязательства), так и отдельных видов ликвидных активов (с целью их срочной конверсии в денежную форму).

*Несколько иным образом проводит финансовый анализ арбитражный управляющий.*

Цели финансового анализа в этом случае:

- подготовка предложения о возможности (невозможности) восстановления платежеспособности должника и обоснования целесообразности введения в отношении должника соответствующей процедуры банкротства;
- определение возможности покрытия за счет имущества должника судебных расходов;
- подготовка плана внешнего управления.

Действующими нормативно-правовыми актами арбитражному управляющему предписано в рамках финансового анализа проводить комплексный анализ по следующим направлениям:



- анализ финансового состояния организации на дату проведения анализа;

- анализ финансовой, хозяйственной и инвестиционной деятельности организации;

- анализ положения организации на товарных и иных рынках.

Официальные результаты финансового анализа, проведенного арбитражным управляющим, должны содержать, в частности, следующую информацию:

- коэффициенты финансово-хозяйственной деятельности должника и показатели, используемые для их расчета, рассчитанные поквартально не менее чем за 2-летний период, предшествующий возбуждению производства по делу о несостоятельности (банкротстве), а также за период проведения процедур банкротства в отношении должника, и динамика их изменения;

- причины утраты платежеспособности с учетом динамики изменения коэффициентов финансово-хозяйственной деятельности;

- анализ хозяйственной, инвестиционной и финансовой деятельности должника, его положения на товарных и иных рынках;

- анализ активов и пассивов должника;

- анализ возможности безубыточной деятельности должника;

- вывод о возможности (невозможности) восстановления платежеспособности должника.

Если вывести организацию из серьезного финансового кризиса не представляется возможным, с чем согласны все заинтересованные стороны, организация в судебном порядке признается банкротом и подлежит ликвидации в соответствии со ст. 65 ГК РФ. Между признанием организации банкротом и внесением в соответствующие регистрационные реестры такой записи производится конкурсное производство — законодательно установленная процедура банкротства, цель которой — распродажа имущества банкрота и удовлетворение требований кредиторов.

Ряд ликвидационных процедур при банкротстве организации непосредственно связаны с функциями финансового менеджмента. Этот менеджмент возлагается на ликвидационную ко-

миссию, которая в соответствии с законодательством осуществляет общее управление имуществом организации-банкрота и удовлетворение требований кредиторов.

Функции финансового менеджмента в процессе осуществления ликвидационных процедур при банкротстве включают:

1. Оценку имущества организации-банкрота по балансовой стоимости, которая осуществляется на основе полной инвентаризации имущества организации, принадлежащего ей на праве собственности.

Инвентаризационные описи арендованных основных средств составляются отдельно по каждому арендодателю с указанием, кроме установленных сведений, сроков и форм (видов) аренды.

2. Определение объема и состава ликвидационного имущества организации-банкрота, оцененного по балансовой стоимости, за отдельным изъятием, предусмотренным действующим законодательством. Так, не подлежит включению в ликвидационную стоимость имущество организации-банкрота, являющееся предметом залога, арендованное или находящееся у нее на ответственном хранении; личное имущество работников организации (кроме случаев, когда в соответствии с учредительными документами на него может быть обращено взыскание по обязательствам должника). В ликвидационную стоимость имущества не входят также объекты жилищного фонда, детских дошкольных учреждений, производственной и коммунальной инфраструктуры, которые в соответствии с законодательством должны быть приняты на баланс соответствующих органов местного самоуправления или государственной власти.

3. Оценку имущества организации-банкрота по рыночной стоимости (по цене спроса).

4. Определение объема реальных финансовых обязательств организации-банкрота. Ликвидационная комиссия после истечения законодательно установленного срока предъявления претензий кредиторами к предприятию-должнику анализирует все его финансовые обязательства независимо от поступления претензий кредиторов, составляет список признанных и отклонен-

ных претензий и очередности их удовлетворения и в течение предусмотренного срока направляет этот список кредиторам.

5. Выбор наиболее эффективных форм продажи имущества. Этот выбор основывается на возможностях получения максимальной суммы средств от реализации имущества организации-банкрота. О порядке продажи имущества потенциальные покупатели должны быть заранее оповещены через средства массовой информации. При поступлении двух или более предложений от покупателей назначается проведение конкурса или аукциона.

6. Обеспечение удовлетворения претензий кредиторов за счет реализации имущества организации-банкрота. Это наиболее сложная и ответственная функция финансового менеджмента в процессе осуществления ликвидационных процедур при банкротстве. Источником обеспечения такого удовлетворения претензий являются средства, вырученные от продажи имущества организации-банкрота. Сумма этих средств распределяется в определенной очередности (Федеральный закон от 26 октября 2002 г. № 127-ФЗ “О несостоятельности (банкротстве)”).

В процессе распределения средств требования каждой последующей очереди удовлетворяются после полного удовлетворения требований предыдущей очереди. В случае недостаточности средств от продажи имущества для полного удовлетворения всех требований одной очереди претензии удовлетворяются пропорционально причитающейся каждому кредитору сумме.

7. Разработка ликвидационного баланса организации-банкрота. Он представляет собой баланс организации-банкрота, составленный ликвидационной комиссией после реализации необходимой части ее активов и полного удовлетворения всех требований кредиторов, передаваемый в арбитражный суд.

Средства, оставшиеся после удовлетворения требований всех кредиторов, передаются собственнику организации или уполномоченному ею органу.

Ликвидация организации считается завершенной, а общество прекратившим свое существование с момента внесения органом государственной регистрации соответствующей записи в единый государственный реестр юридических лиц.

Ликвидация общества влечет за собой прекращение его деятельности без перехода прав и обязанностей в порядке правопреемства к другим юридическим лицам.

### **10.3. Финансовый менеджмент в некоммерческих организациях**

Деятельность российского третьего сектора, как часто называют деятельность некоммерческих организаций, направлена на привлечение средств и направление их для достижения общественно полезных целей. Вопрос финансирования третьего сектора — это вопрос, от которого напрямую зависит его будущее. Материальное и финансовое положение некоммерческих организаций во многом определяется их особенностями. Привлечение средств из различных источников, с одной стороны, обеспечивает независимость третьего сектора, с другой — ведет к нестабильному характеру финансирования, постоянной ограниченности денежных средств и невозможности создания стабильной материальной базы.

Возможность привлечения средств из различных источников непосредственно связана с профилем некоммерческой организации, с профессионализмом, опытностью и инициативностью ее сотрудников, а также с политической и экономической ситуацией в регионе, его открытостью для международных связей, отраслевой спецификой территории. Мировой опыт функционирования третьего сектора свидетельствует: в различных странах значимость тех или иных источников его финансирования ощутимо различается.

Следует заметить, что некоммерческие организации в России — понятие, неидентичное зарубежному аналогу “неприбыльные организации” (Not-for-Profit).

Согласно Федеральному закону от 12 января 1996 г. № 7-ФЗ “О некоммерческих организациях” “...некоммерческой организацией является организация, не имеющая извлечение прибыли в качестве основной цели своей деятельности и не распределяющая полученную прибыль между участниками”.

Законодательство определяет различные источники формирования имущества некоммерческих организаций.

Согласно ст. 26 Федерального закона “О некоммерческих организациях”: “Источниками формирования имущества некоммерческой организации в денежной и иных формах являются:

- регулярные и единовременные поступления от учредителей (участников, членов);
- добровольные имущественные взносы и пожертвования;
- выручка от реализации товаров, работ, услуг;
- дивиденды (доходы, проценты, получаемые по акциям, облигациям, другим ценным бумагам и вкладам;
- доходы, получаемые от собственности некоммерческой организации;
- другие не запрещенные законом поступления”.

Определенные законодательством источники формирования имущества некоммерческих организаций не отражают реальности, так как большая часть привычных для российского третьего сектора привлекаемых средств относится к категории “прочие”. Исключением, пожалуй, здесь являются организации потребительской кооперации, так как основными источниками формирования их имущества являются (в порядке важности): выручка от реализации товаров, работ, услуг; доходы, получаемые от использования собственности; регулярные и единовременные поступления от участников (членов).

В зависимости от источника поступления средств можно выделить следующие виды доходов некоммерческих организаций:

- полученные от участников, членов организации;
- получаемые от бизнес-структур;
- получаемые от государства;
- привлекаемые от других некоммерческих организаций;
- получаемые от населения;
- привлекаемые от иностранных и международных объединений в виде грантов, безвозмездной помощи (содействия).

Более конкретно и привычно для менеджеров некоммерческих организаций все эти источники могут быть представлены в виде следующего, далеко не полного перечня:

- членские взносы;
- проведение благотворительных мероприятий;
- хозяйственная деятельность: платные услуги, реализация продукции, договорные работы;
- гранты;
- средства местного бюджета;
- средства из бюджетных и внебюджетных фондов;
- участие в государственных (региональных) целевых программах;
- сбор пожертвований и т. д.

Законами могут устанавливаться ограничения на источники доходов некоммерческих организаций отдельных видов. Все перечисленные источники при неграмотном оформлении могут быть отнесены в соответствии с законодательством РФ к прибыли или прочим доходам, которые учитываются в составе прибыли.

Поэтому понятие некоммерческой организации в нашей стране неравнозначно понятию “бесприбыльная” — почти любая организация будет иметь прибыль или убыток в ходе осуществления своей деятельности. Следует отметить, что разница здесь не в характере функционирования российских и зарубежных организаций, а в характере понимания того, что есть прибыль соответствующими законодательствами.

Некоммерческая организация может осуществлять предпринимательскую деятельность лишь постольку, поскольку это служит достижению целей, ради которых она создана. В Законе “О некоммерческих организациях” сказано, что такой деятельностью признаются “приносящее прибыль производство товаров и услуг, отвечающих целям создания некоммерческой организации, а также приобретение и реализация ценных бумаг, имущественных и неимущественных прав, участие в хозяйственных обществах и участие в товариществах на вере в качестве вкладчика”.

Таким образом, некоммерческие организации в процессе своей деятельности могут получать прибыль, но создаются они для других целей.

Исходя из этого определения источники финансирования некоммерческих организаций можно подразделить на две большие категории:

1. Осуществление целевой проектной деятельности на безвозмездно полученные средства от разных доноров.

2. Оказание услуг на возмездной основе (хозяйственная деятельность на принципе самофинансирования).

В зависимости от привлекаемых источников доходов выделим два типа некоммерческих организаций:

- организации, которые не ставят целью извлечение прибыли, но имеют обороты по реализации товаров и услуг и направляют выручку на осуществление своих уставных задач;

- организации, которые не имеют оборотов по реализации и существуют только на целевые поступления и на средства целевого финансирования.

Финансовое управление, организация и ведение бухгалтерского учета в организациях первого типа совпадают с управлением и ведением учета в коммерческих организациях; организации второго типа имеют существенные отличия. Эти отличия выражаются как в способах привлечения финансирования, так и в способах отражения и учета расходов по проектной деятельности.

Как уже было сказано выше, по Закону некоммерческие организации имеют право заниматься предпринимательской деятельностью одновременно с программной деятельностью, осуществляемой на целевые средства. Необходимым требованием является ведение раздельного учета целевых доходов и расходов от доходов и расходов, связанных с предпринимательской деятельностью.

В любой организации постоянно совершается кругооборот средств, ресурсов. Вложение средств с целью осуществления проектов и программ некоммерческих организаций, а также выполнения работ и оказания услуг на возмездной основе, если некоммерческая организация ведет хозяйственную деятельность, характеризует кругооборот средств.

Обеспечение денежных поступлений, необходимых для производства необходимых расходов, своевременное выполне-

ние финансовых обязательств, формирование доходов является важнейшей стороной деятельности организации.

В общем случае все возможные поступления и их использование можно представить в виде схемы (рисунок 10.1).

Выручка от реализации			Целевое финансирование и целевое поступление			Поступления от прочих операций		
Денежные поступления								
НДС и акцизы	Денежные доходы							
	Материальные и приравненные к ним затраты	Прочие общехозяйственные затраты	Прямые целевые расходы	Валовой доход				
				Чистый доход				
				Прибыль				
				Уплата налогов	Уплата штрафов	Использование прибыли		
	Себестоимость							
	Отчисления по обязательному страхованию							

Рисунок 10.1 — Схема доходов и расходов некоммерческой организации

В этой схеме отражены доходы и расходы некоммерческой организации, которая занимается и хозяйственной деятельностью или получает доходы, которые не могут быть признаны целевыми поступлениями с точки зрения действующего законодательства. В этом случае они являются либо выручкой, либо прочим доходом. Все поступающие средства для целей финансового управления являются денежными поступлениями. Денежным доходом будет являться эта же сумма за вычетом налога на добавленную стоимость и акциза, если подобные поступления подлежат обложению НДС и акцизом в соответствии с нормативными актами.

С точки зрения экономической теории валовым доходом признается денежный доход за вычетом всех расходов на осу-



ществование проектов и хозяйственной деятельности, за исключением расходов на оплату труда.

Чистый доход отличается от валового на сумму расходов на заработную плату, а чистый доход, уменьшенный на сумму отчислений во внебюджетные фонды и другие платежи в бюджет, включаемые в себестоимость, образует прибыль некоммерческой организации. Даже при отсутствии выручки в организации может образовываться прибыль за счет прочих доходов. К ним в некоммерческой организации относятся: доходы по депозитам, займам, кредитам, от валютных операций, проценты от вложений в ценные бумаги, а также непредусмотренные доходы, возникающие в практике хозяйственной деятельности: штрафы, пени, неустойки и другие поступления от экономических санкций, а также прочие поступления.

Входящие денежные потоки по их источникам можно разграничить на внутренние и внешние.

Если средства поступают из каких-либо источников внутри самой организации, они относятся к внутренним.

Поступление средств за счет ресурсов доноров, банков, от сторонних благотворителей свидетельствует об использовании внешних источников.

Структура входных денежных потоков зависит от сферы деятельности и организационно-правовой формы организации. В большинстве российских некоммерческих организациях значительная часть финансовых ресурсов поступает за счет внешних источников.

Внутренние денежные поступления согласно действующей практике учета и отчетности включают:

- членские взносы;
- вступительные взносы учредителей;
- выручку от реализации продукции, работ и услуг;
- доходы от прочих операций.

Выручка от реализации продукции, работ и услуг зависит от основной деятельности организаций, поэтому она составляет основную долю во внутренних денежных поступлениях.

На предприятиях могут реализовываться по свободным отпусковым ценам: продукция подсобного сельского хозяйства, ненужные и излишние остатки сырья, полуфабрикаты и другие материалы, выбывшие основные фонды, нематериальные активы и другое имущество. Такого рода денежные поступления предприятий относятся к выручке от прочей реализации.

В командно-административной экономике, когда еще не существовало реального финансового рынка, вполне оправданным было введение в классификацию денежных поступлений дохода от прочих операций. Действительно, в тот период на предприятиях почти не было доходов от ценных бумаг, кроме как от государственных облигаций, которые занимали совершенно незначительный удельный вес в общих денежных поступлениях. В основном доходы от прочих поступлений формировались за счет штрафов и пени, прибыли прошлых лет, выявленной в отчетном году, списанной ранее безнадежной задолженности, погашенной в истекшем периоде. Однако в условиях рыночной экономики, когда функционирует и развивается финансовый рынок и предприятия осуществляют финансовые инвестиции, целесообразно ввести в классификацию денежных поступлений “доходы от финансово-инвестиционной деятельности” отдельно от “доходов от прочих операций”.

Штрафы, пени, неустойки возникают вследствие нарушения финансовых и хозяйственных обязательств предприятий из-за несоблюдения законодательства и условий договоров, которые имеют место в практике хозяйствования и финансовой деятельности предприятий. Кроме того, в течение года могут выявляться прибыль и доходы прошлых лет, погашаться ранее списанная как безнадежная дебиторская задолженность. Все эти поступления относятся к доходам от прочих операций, которые в финансовых планах предприятий не предусматриваются, хотя включаются в состав их балансовой прибыли.

Таким образом, денежные поступления организаций играют важную роль в кругообороте средств. Формируя доходы и фонды денежных средств, они создают тем самым экономические условия для нового кругооборота средств.

Внешние денежные поступления включают:

- целевые поступления;
- целевое финансирование;
- займы и кредиты;
- прочие поступления.

К целевым поступлениям на содержание некоммерческих организаций относятся:

- пожертвования;
- имущество, переходящее некоммерческим организациям по завещанию в порядке наследования;
- суммы финансирования из федерального бюджета, бюджетов субъектов Российской Федерации, местных бюджетов, бюджетов государственных внебюджетных фондов, выделяемые на осуществление уставной деятельности некоммерческих организаций;
- средства, полученные в рамках благотворительной деятельности;
- использованные по целевому назначению поступления от собственников созданным ими учреждениям;
- средства, поступившие профсоюзным организациям в соответствии с коллективными договорами (соглашениями) на проведение профсоюзными организациями социально-культурных и других мероприятий, предусмотренных их уставной деятельностью.

К средствам целевого финансирования некоммерческих организаций относятся средства, полученные некоммерческой организацией и использованные по назначению, определенному источником целевого финансирования:

- в виде средств бюджетов всех уровней, государственных внебюджетных фондов, выделяемых бюджетным учреждениям по смете доходов и расходов бюджетного учреждения;
- в виде полученных грантов.

Некоммерческие организации для осуществления своей деятельности могут привлекать на возвратной основе займы и кредиты от банков, государственных и коммерческих структур.

К прочим внешним поступлениям относятся все другие виды поступлений от сторонних организаций и лиц — например, взносы от участников договора простого товарищества (договора о совместной деятельности), средства безвозмездной технической помощи (содействия) и т. д.

Но некоммерческие организации привлекают ресурсы не только в виде денег, поэтому, говоря об источниках финансирования некоммерческих организаций, важно выделить и источники иной финансовой поддержки.

Для более детального рассмотрения этого вопроса нам потребуется для начала выделить спектр ресурсов, которыми может располагать некоммерческая организация при осуществлении своей деятельности.

Ресурсы организации:

- человеческие;
- финансовые;
- материально-технические;
- информационные;
- организационные;
- научные;
- временные.

Любая поддержка, которая пополняет или обеспечивает некоммерческие организации вышеперечисленными ресурсами, будет являться источником финансирования ее деятельности.

Мы говорили о том, что финансы — это деньги, но в случае неденежного финансирования — это тот объем денег, который понадобится организации, чтобы восполнить то, что она получает “бесплатно”.

В этом случае входящие финансовые потоки точно так же, как и денежные, можно разграничить на внутренние и внешние по их источникам.

К внешним, например, можно отнести предоставление бесплатной или льготной аренды, передачу оборудования на безвозмездной основе от сторонних организаций или частных лиц, бесплатный доступ в Интернет, бесплатное размещение информации об организации в средствах массовой информации и т. д.

К внутренним в первую очередь будут отнесены труд добровольцев, использование оборудования, принадлежащего участникам и членам организации, и т. д.

В зависимости от донора, предоставляющего поддержку, источники привлечения средств можно представить в иной классификации:

- поддержка со стороны государства;
- поступления от российских бизнес-структур;
- частные пожертвования от российских граждан;
- зарубежная помощь;
- собственная деятельность организаций третьего сектора.

Поддержка со стороны государства как в денежном, так и неденежном виде включает:

- государственный и муниципальный социальный заказ:
  - размещение государственных заказов на выполнение социальных услуг;
  - поддержка проектов и программ независимых некоммерческих организаций в рамках государственных муниципальных программ;
  - координация деятельности и совместная разработка программ;
- государственное социальное спонсорство:
  - предоставление льгот по налогам некоммерческим организациям;
  - безвозмездная передача государственного имущества;
  - предоставление льготных кредитов;
  - информационная помощь (техническая поддержка);
- стимулирование социальной активности прямым финансированием:
  - субсидии;
  - муниципальные гранты;
  - бюджетное финансирование;
- поощрение негосударственных корпоративных и индивидуальных спонсоров — например, предоставление налоговых льгот организациям, поддерживающим некоммерческие организации.

Коммерческие структуры поддерживают проведение акций и мероприятий некоммерческих организаций в первую очередь путем оплаты выставленных счетов, а не прямым перечислением средств на счета некоммерческих организаций.

Еще одной распространенной формой была уплата части прибыли в благотворительные организации вместо уплаты в местный бюджет. Но это актуально только для благотворительных организаций, во многих регионах к тому же получивших паспорта благотворительности.

Таким образом, можно выделить следующие виды финансовой поддержки от бизнес-структур:

- прямое финансирование в виде благотворительной помощи или пожертвований;
- оплату части расходов по проводимым мероприятиям (например, оплата призов для участников благотворительных конкурсов);
- предоставление собственных услуг или продукции на безвозмездной основе (например, частная юридическая фирма может предоставить клиентам некоммерческой организации или самой некоммерческой организации определенное количество часов юридических консультаций бесплатно).

Частные пожертвования от российских граждан в большинстве случаев не оказывают существенного влияния на финансовое положение некоммерческой организации, если только это не специально организованный сбор средств в пользу конкретного лица или на конкретное дело. Тем не менее можно выделить следующие виды помощи от частных лиц:

- денежные пожертвования;
- пожертвования в виде имущества (оборудования, одежды, книг, игрушек и т. д. для целей выполнения программ некоммерческих организаций);
- передачу имущества по завещанию;
- передачу имущества в пользование некоммерческой организации (в основном от ее участников и членов).

Значимым каналом финансирования деятельности российского третьего сектора является зарубежная помощь в виде денежных средств, имущества или услуг.

Эти средства предоставляются на определенные, четко про-  
работанные, цели в виде:

- грантов;
- безвозмездной помощи (содействия);
- технической поддержки;
- гуманитарной помощи;
- благотворительной помощи.

Какими бы источниками государственного или зарубежного финансирования ни располагали структуры третьего сектора, с опытом их руководители убеждаются в том, что ни один из рассмотренных каналов не гарантирует организации стабильности. Относительную уверенность в ближайшем будущем может обеспечить только собственная деятельность, поэтому рано или поздно все добровольные организации сталкиваются с необходимостью учиться зарабатывать хотя бы на собственное содержание.

Собственная деятельность организаций третьего сектора как источник формирования имущества может быть представлена следующими основными видами:

- сдача имущества в аренду;
- оказание платных услуг;
- реализация продукции собственного производства;
- получение процентов по депозитным счетам;
- получение дохода по ценным бумагам;
- получение прибыли от участия в хозяйственных обществах.

В качестве источников финансовых ресурсов в любой организации используются как собственные, так и заемные средства. Финансовый менеджер должен выбирать источники, предварительно оценив стоимость этих ресурсов, степень финансового риска, возможные последствия для финансового состояния организации. И здесь перед финансовым менеджером постоянно встает ряд важных вопросов: за счет каких источников покрыть недостаток финансовых средств, каково должно быть соотношение заемных и собственных средств, какая степень риска привлечения заемных средств допустима, какие будут последствия от привлечения тех или иных источников средств.

Привлечение платных финансовых ресурсов сопряжено с анализом эффективности. Если организация оказывает платные услуги, то если рентабельность производства выше банковского процента, значит, привлечение кредитов выгодно, так как расширение производства в связи с привлечением заемного капитала увеличивает общую массу прибыли. И наоборот, если банковский процент выше уровня рентабельности производства, то не только вся полученная прибыль, но и часть собственных средств идет на погашение платы за использование заемных ресурсов. Однако не все организации оказывают платные услуги, кроме того, даже если и оказывают, не всегда эти услуги рентабельны. Поэтому некоммерческим организациям целесообразно привлекать заемные средства не для решения текущих проблем, а в качестве долгосрочных инвестиций под реальные эффективные проекты.

То же самое относится и к задолженности предприятия перед бюджетом и внебюджетными фондами — после наступления срока платежей задолженность можно рассматривать как платное кредитование предприятия государством.

Кредиторскую задолженность перед персоналом и поставщиками (в силу сложившейся договорной практики в договорах, как правило, не оговариваются штрафные санкции за просрочку платежей) можно рассматривать как относительно дешевые источники финансовых ресурсов. Относительность определяется косвенными последствиями.

При накапливании задолженности поставщики могут прекратить поставки, и предприятию придется искать альтернативных, зачастую более дорогих поставщиков. При увеличении срока задержки выплаты заработной платы нарастает социальная напряженность, увеличивается вероятность забастовочного движения, срыва производственной программы, оттока квалифицированного персонала и т. д.

С введением в действие гл. 25 НК РФ по налогу на прибыль важным с точки зрения привлечения средств стало строгое определение поступающих средств и отнесение их к налогооблагаемому доходу или к доходам, которые не подлежат обложению налогом на прибыль.



Выше уже выделялись средства целевого финансирования и целевые поступления на содержание некоммерческих организаций как возможные источники средств некоммерческой организации.

Руководителю организации и менеджерам отдельных направлений необходимо знать: какие возможности существуют, чтобы планировать деятельность с наименьшими потерями; будут ли средства облагаться налогом на прибыль и закладывать в бюджет проекта (организации) статью расхода по уплате налога на прибыль или еще на первичном этапе планирования деятельности решать, каким образом должны оформляться поступающие средства.

Следует, однако, иметь в виду, что, так как законодательство постоянно изменяется, эту информацию можно принимать во внимание лишь как пример сегодняшнего дня, однако необходимо следить за изменениями законодательства, разъяснениями Минфина РФ и ФНС, арбитражной практикой и т. д.

Специфичной формой некоммерческих организаций являются потребительские общества, создаваемые и функционирующие, в соответствии с Законом РФ от 19 июня 1992 г. № 3085-1 “О потребительской кооперации (потребительских обществах, их союзах) в Российской Федерации”, в форме потребительского кооператива (форма определена ГК РФ). Признание специфичности этой формы содержится, например, в Законе “О некоммерческих организациях”, где говорится, что Закон не распространяется на потребительские кооперативы. Следует отметить, что не все кооперативы признаются ГК РФ некоммерческими организациями, в частности, производственные кооперативы гражданское законодательство относит к коммерческим организациям. Общим для всех кооперативов является участие в управлении в независимости от финансового вклада, а водоразделом между коммерческими и некоммерческими организациями — деятельность в интересах пайщиков-работников для коммерческих организаций и в интересах пайщиков-неработников — для некоммерческих.

Специфическими чертами финансов потребительского общества являются:

1) возвратность пая, т. е. единовременного взноса участника (за исключением расходов на оформления членства в обществе), по требованию участника;

2) возможность распределения прибыли между участниками в виде паевых выплат;

3) возможность привлекать заемные средства населения без банковской лицензии;

4) участие в управлении и голосование членов в независимости от размера пая;

5) субсидиарная ответственность пайщиков по обязательствам общества;

6) осуществление в качестве основного вида деятельности предпринимательской деятельности, в основном, торговли.

Это приводит к особенностям финансовой деятельности. Прежде всего возникает вопрос об отнесении паевого фонда (т. е. суммы всех паев) к собственному капиталу, раз это вклад собственников организации, или к заемному капиталу, раз он может быть в любой момент востребован собственниками. Этот вопрос является спорным и в разных странах решается по-разному. Это делает сложным использование в таких организациях традиционных теорий структуры капитала.

Следующей особенностью, выделяющей потребительскую кооперацию из некоммерческих организаций, является возможность осуществления паевых выплат (т. е. распределения доходов). Однако паевые выплаты могут производиться не обязательно пропорционально паевому вкладу (а, например, пропорционально объему покупок в кооперативном магазине), что не соответствует подходам, принятым в коммерческих организациях.

Еще одной особенностью потребительских обществ является возможность привлечения средств населения без получения лицензии на такой вид деятельности.

## Резюме

1. Инфляция — процесс характеризующийся повышением общего уровня цен в экономике или, что эквивалентно, снижением покупательной способности денег.

2. Игнорирование влияния инфляции приводит к искажению информации о финансовом состоянии организации, ее способности к сохранению и наращиванию капитала и, следовательно, искажает оценку эффективности бизнеса в целом.

3. Основными последствиями отсутствия учета влияния инфляции на показатели финансовой отчетности являются следующие:

- под влиянием роста цен величина себестоимости проданной продукции оказывается заниженной в сравнении с текущей стоимостью замещения ресурсов;

- формирование себестоимости исходя из исторических, а не текущих цен, как правило более высоких в условиях инфляции, снижает возможность хозяйствующих субъектов восстанавливать израсходованные в процессе их деятельности запасы материалов и обновлять основные средства;

- сумма прибыли организации в условиях роста цен становится завышенной;

- искажается информация о способности организации к сохранению и наращиванию капитала;

- вуалируются потери от неиспользуемых денежных средств и дебиторской задолженности;

- отсутствует информация о реальном соотношении дебиторской и кредиторской задолженностей;

- нарушается принцип сопоставимости информации финансовой отчетности;

- расчет ключевых финансовых коэффициентов, характеризующих эффективность вложения капитала и являющихся важнейшими в системе оценки эффективности бизнеса организации, в первую очередь таких, как рентабельность инвестиций и рентабельность собственного капитала, дает искаженный результат.

4. Оценка существенности влияния инфляции на показатели финансовой отчетности зависит от различных условий и факторов. Так, влияние изменения цен может проявляться по-разному, в зависимости:

- от изменения общего уровня цен;
- состава активов и частных изменений цен на них, а также соотношения денежных и не денежных активов и обязательств;
- выбранного способа финансирования.

5. В мировой практике применяются различные подходы к отражению в финансовой отчетности влияния изменения цен.

Возможны два основных, принципиально отличающихся друг от друга, подхода: выборочный и комплексный.

6. Антикризисное управление — это управление, в основе которого лежит предвидение опасности кризиса, анализ его симптомов, мер по снижению отрицательных последствий кризиса, использования его факторов для последующего развития, механизм вывода организации из кризиса.

7. Кризис — максимальное обострение противоречий развития, переломный момент цикла, точка, где происходят решающие перемены, ситуация, в которой организация не в состоянии расплатиться со своими долгами. Кризисы не только зло, они условие роста.

8. Антикризисное управление организацией в узком смысле это управление кризисом и вывод организации из него. Цель антикризисного управления — преодоление падения ценности организации и обеспечение ее устойчивого роста с низшей точки падения. Фазами жизненного цикла организации являются: создание и становление; рост; зрелость (стабильность); спад; плановая трансформация; рост либо кризис.

9. Методы антикризисного управления применяются в двух случаях:

- организация находится на начальных стадиях кризиса — антикризисное управление применяет сама организация, а применяемые меры зависят от структуры организации, вида деятельности, причин, вызывающих кризис, квалификации и опыта финансовых менеджеров и др.;

- на стадии серьезного кризиса, когда требуется вмешательство государства — антикризисное управление проводится по правилам, установленным Федеральным законом от 26 октября 2002 № 127-ФЗ “О несостоятельности (банкротстве)”. Управление осуществляют как сама организация, так и специалисты — арбитражные управляющие.

10. Банкротство — признанная арбитражным судом неспособность должника в полном объеме удовлетворить требования кредиторов по денежным обязательствам и (или) исполнить обязанность по уплате обязательных платежей.

11. Признание должника банкротом может быть:

- добровольным (сам должник выражает подобное желание);
- принудительным (по требованию кредиторов).

12. Порядок проведения процедур банкротства:

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

13. Финансовая санация представляет собой систему мероприятий, направленных на восстановление платежеспособности и финансовой устойчивости организации, находящейся в состоянии финансового кризиса, с целью предотвращения ее ликвидации.

14. Под реструктуризацией задолженности организации понимается комплекс мероприятий по преобразованию ее долговых обязательств, направленных на погашение текущих требований кредиторов, с целью восстановления ее платежеспособности. Погашенными считаются требования, по которым у организации достигнуты с кредиторами соглашения о приостановлении, замене или прекращении соответствующего долгового обязательства.

15. Если вывести организацию из серьезного финансового кризиса не представляется возможным, с чем согласны все заинтересованные стороны, организация в судебном порядке признается банкротом и подлежит ликвидации в соответствии со ст. 65 ГК РФ.

16. Функции финансового менеджмента в процессе осуществления ликвидационных процедур при банкротстве включают:

- оценку имущества организации-банкрота по балансовой стоимости;
- определение объема и состава ликвидационного имущества организации-банкрота, оцененного по балансовой стоимости, за отдельным изъятием, предусмотренным действующим законодательством;

- оценку имущества организации-банкрота по рыночной стоимости (по цене спроса);
- определение объема реальных финансовых обязательств организации-банкрота;
- выбор наиболее эффективных форм продажи имущества;
- обеспечение удовлетворения претензий кредиторов за счет реализации имущества организации-банкрота;
- разработку ликвидационного баланса организации-банкрота.

17. Согласно Федеральному закону “О некоммерческих организациях” источниками формирования имущества некоммерческой организации в денежной и иных формах являются:

- регулярные и единовременные поступления от учредителей (участников, членов);
- добровольные имущественные взносы и пожертвования;
- выручка от реализации товаров, работ, услуг;
- дивиденды (доходы, проценты, получаемые по акциям, облигациям, другим ценным бумагам и вкладам);
- доходы, получаемые от собственности некоммерческой организации;
- другие не запрещенные законом поступления.

18. Специфическими чертами финансов потребительского общества являются:

- 1) возвратность пая, т. е. единовременного взноса участника (за исключением расходов на оформления членства в обществе), по требованию участника;
- 2) возможность распределения прибыли между участниками в виде паевых выплат;
- 3) возможность привлекать заемные средства населения без банковской лицензии;
- 4) участие в управлении и голосование членов в независимости от размера пая;
- 5) субсидиарная ответственность пайщиков по обязательствам общества;
- 6) осуществление в качестве основного вида деятельности предпринимательской деятельности, в основном торговли.

## ЛИТЕРАТУРА

---

1. Конституция Российской Федерации.
2. Бюджетный кодекс Российской Федерации.
3. Гражданский кодекс Российской Федерации.
4. Налоговый кодекс Российской Федерации.
5. Кодекс Российской Федерации об административных правонарушениях .
6. Распоряжение ФК РЦ от 4 апреля 2002 г. № 421/р “О рекомендации к применению кодекса корпоративного поведения”.
7. Федеральный закон от 12 января 1996 г. № 7-ФЗ “О некоммерческих организациях”.
8. Федеральный закон от 30 декабря 2006 г. № 275-ФЗ “О порядке формирования и использования целевого капитала некоммерческих организаций”.
9. Федеральный закон от 14 ноября 2002 г. № 161-ФЗ “О государственных и муниципальных унитарных предприятиях”
10. Федеральный закон от 21 ноября 1996 г. № 129-ФЗ “О бухгалтерском учете”
11. Федеральный закон от 26 декабря 1995г. № 208-ФЗ. “Об акционерных обществах”
12. Федеральный закон от 8 февраля 1998 г. № 14-ФЗ. “Об обществах с ограниченной ответственностью.
13. Федеральный закон от 21 марта 2002 г. № 31-ФЗ. “О потребительской кооперации (потребительских обществах, их союзах) в Российской Федерации”
14. Федеральный закон от 29 октября 1998 г. № 164-ФЗ “О финансовой аренде (лизинге)”.
15. Положение по ведению бухгалтерского учета и бухгалтерской отчетности в Российской Федерации. Утв. приказом Минфина РФ от 29 июля 1998 г. № 34н.

16. Концепция бухгалтерского учета в рыночной экономике России. Одобрена Методологическим советом по бухгалтерскому учету при Минфине РФ и Президентским советом Института профессиональных бухгалтеров 29 декабря 1997 г.

17. Программа реформирования бухгалтерского учета в соответствии с международными стандартами финансовой отчетности. Утв. постановлением Правительства РФ от 6 марта 1998 г. № 283.

18. Концепция развития бухгалтерского учета и отчетности в Российской Федерации на среднесрочную перспективу. Утв. приказом Министерства финансов РФ от 1 июля 2004 г. № 180.

19. Концепция развития потребительской кооперации Российской Федерации на период до 2010 года. — М.: Центросоюз Российской Федерации, 2001.

20. Положение по бухгалтерскому учету “Бухгалтерская отчетность организации” ПБУ 4/99. Утв. приказом Минфина РФ от 6 июля 1999 г. № 43н.

21. Положение по бухгалтерскому учету “Учет основных средств” ПБУ 6/01. Утв. приказом Минфина РФ от 30 марта 2001 г. № 26н.

22. Положение по бухгалтерскому учету “Доходы организации” ПБУ 9/99. Утв. приказом Минфина РФ от 6 мая 1999 г. № 32н.

23. Положение по бухгалтерскому учету “Расходы организации” ПБУ 10/99. Утв. приказом Минфина РФ от 6 мая 1999 г. № 33н.

24. Положение по бухгалтерскому учету “Информация по сегментам” ПБУ 12/2000. Утв. Приказом Минфина РФ от 27 января 2000 № 11н.

25. Положение по бухгалтерскому учету “Учет финансовых вложений” ПБУ 19/02. Утв. Приказом Минфина РФ от 10 декабря 2002 № 126н.

26. Приказ ФСФР от 16 марта 2005 г. N 05-5/пз-н “Об утверждении Положения о раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг”.



27. Приказ Минфина РФ от 31 октября 2000 г. № 94н “Об утверждении Плана счетов бухгалтерского учета финансово-хозяйственной деятельности организаций и инструкции по его применению”.

28. Приказ Минфина РФ от 22 июля 2003 г. № 67н “О формах бухгалтерской отчетности организаций”.

29. Федеральные правила (стандарты) аудиторской деятельности. Правило (стандарт) № 29 “Рассмотрение работы внутреннего аудита”. Введено постановлением Правительства РФ от 25 августа 2006 № 523.

30. Правило (стандарт) аудиторской деятельности в Российской Федерации № 8 “Понимание деятельности аудируемого лица, среды, в которой она осуществляется, и оценка рисков существенного искажения аудируемой финансовой (бухгалтерской) отчетности. Утв. постановлением Правительства РФ от 19 ноября 2008 г. № 863.

31. Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов и их отбору для финансирования. Утв. Госстроем РФ, Минэкономки РФ, Минфином РФ, Госкомпромом РФ 31 марта 1994 г. № 7-12/47.

32. Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов. Утв. Минэкономки РФ, Минфином РФ, Государственным комитетом РФ по строительной, архитектурной и жилищной политике 21 июня 1999 г. № ВК 477.

33. Баханькова Е. Р., Макальская М. Л. Некоммерческие организации в России: финансовое управление: Учеб.-практич. пособие. — М.: Дело и Сервис, 2004.

34. Бобылева А. З. Финансовый менеджмент: проблемы и решения: Сборник мини-тем для обсуждения, тестов, задач, деловых ситуаций: Учеб. пособие. — М.: Дело, 2007.

35. Бланк И. А. Финансовый менеджмент: Учебный курс. — 2-е изд., перераб. и доп. — К.: Эльга, Ника-Центр, 2004.

36. Бланк И. А. Концептуальные основы финансового менеджмента — К.: Ника-Центр, Эльга, 2003 (“Энциклопедия финансового менеджера”, Вып. 1)

37. Бланк И. А. Управление активами. — К.: Ника-Центр, Эльга, 2002 (Серия “Библиотека финансового менеджера”, Вып. 6).
38. Бриггем Ю., Гапенски Л. Финансовый менеджмент: Полный курс: В 2-х т. / Пер. с англ.; под ред В. В. Ковалева. — СПб.: Экономическая школа, 2005. Т. 1, 2.
39. Ван Хорн Дж. К. Основы управления финансами: Пер. с англ. / Гл. ред. серии Я. В. Соколов. — М.: Финансы и статистика, 1997.
40. Ван Хорн Дж. К., Вахович (мл.) Дж. М. Основы финансового менеджмента, 11-е издание / Пер. с англ. — М.: ИД “Вильямс”, 2005.
41. Владыка М. В. Финансовый менеджмент: Учеб. пособие. — М.: КНОРУС, 2006.
42. Данилин В. И. Финансовый менеджмент: задачи, тесты, ситуации: Учеб. пособие. — М.: Проспект, 2007.
43. Донцова Л. В., Никифорова Н. А. Анализ финансовой отчетности: Практикум. — М.: Дело и Сервис, 2004.
44. Ефимова О. В., М. В. Мельник. Анализ финансовой отчетности: Учеб. пособие. — 3-е изд., испр. и доп. — М.: Омега-Л, 2007.
45. Злотникова Л. Г., Колядов Л. В., Тарасенко П. Ф. Финансовый менеджмент в нефтегазовых компаниях: Учебник. — 2-е изд., перераб. и доп. — М.: МАКСПресс, 2008.
46. Кириченко Т. В. Риск-ориентированные модели финансового менеджмента активов: Научное издание. — М.: ИВЦ “Маркетинг”, 2009.
47. Кириченко Т. В. Реализация функций риск-ориентированного финансового менеджмента: Монография. — М.: ИВЦ “Маркетинг”, 2009.
48. Кириченко Т. В. Финансовый менеджмент: Учеб. пособие — М.: ИТК “Дашков и К”, 2007.
49. Кириченко Т. В. Теория риск-ориентированного финансового менеджмента: Монография. — М.: ИТК “Дашков и К”, 2008.
50. Ковалев В. В. Введение в финансовый менеджмент. — М.: Финансы и статистика, 2004.

51. Ковалев В. В. Практикум по анализу и финансовому менеджменту: Конспект лекций с задачами и тестами. — 2-е изд., перераб. и доп. — М.: Финансы и статистика, 2006.

52. Колчина Н. В. Финансы организаций (предприятий): Учебник для вузов. — 3-е изд., перераб. и доп. — М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2006.

53. Крейнина М. Н. Финансовый менеджмент: Учебное пособие. — 2-е изд., перераб. и доп. — М.: Дело и сервис, 2001.

54. Либман А. В. Теоретические аспекты агентской проблемы в корпорации // Вестник СПбГУ. Сер. 8. 2005. Вып. 1 (№ 8).

55. Леонтьев В. Е., Бочаров В. В. Финансовый менеджмент: Учеб. пособие. — М.: ИНФРА — М, 2004.

56. Незамайкин В. Н., Юрзинова И. Л. Финансы организаций: менеджмент и анализ. Учеб. пособие. — М.: Эксмо, 2004.

57. Ромашова И. Б. Финансовый менеджмент: Основные темы. Деловые Игры: Учеб. пособие. — М.: КНОРУС, 2006.

58. Свиридов О. Ю., Туманова Е. В. Финансовый менеджмент: 100 экзаменационных ответов: Экспресс-справочник для студентов вузов. — М.: МарТ, 2004.

59. Слепов В. А., Лисицына Е. В. Финансовый менеджмент для бакалавров экономики: Учеб. пособие. — М.: ИД ФБК-ПРЕСС, 2005.

60. Слепов В. А., Громова Е. И. Финансовая политика компании: Учеб. пособие. — М.: Экономистъ, 2005.

61. Стоянова Е. С. Финансовый менеджмент: теория и практика: Учебник. — 5-е изд., перераб. и доп. — М.: Перспектива, 2004.

62. Тюрина А. В. Финансовый менеджмент: Практикум. — М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2004 (Серия “Профессиональный учебник: Менеджмент”).

63. Шерemet А. Д., Ионова А. Ф. Финансы предприятий: менеджмент и анализ. — М.: ИНФРА-М, 2004.

64. Шохин Е. И. Финансовый менеджмент: Учеб. пособие. — М.: ИД ФБК-ПРЕСС, 2004.

# ПРИЛОЖЕНИЯ

## Приложение 1

Форма №1

### БУХГАЛТЕРСКИЙ БАЛАНС ОАО “ГЛОБЭЛ ЭНЕРДЖИ”

на 1 января 20X8 г. (отчетный год)

Единица измерения: тыс. руб.

АКТИВ	Код показателя	На начало отчетного года	На конец отчетного года
1	2	3	4
<b>I. Внеоборотные активы</b>			
Нематериальные активы	110	684	49 795
в том числе:			
патенты, лицензии, товарные знаки (знаки обслуживания), иные аналогичные с перечисленными права и активы	111	684	49 795
организационные расходы	112	-	-
деловая репутация организации	113	-	-
Основные средства	120	2 629 294 466	2 678 629 547
в том числе:			
земельные участки и объекты природопользования	121	12 368	20 023
здания, сооружения, машины и оборудование	122	2 626 899 563	2 675 438 392
Незавершенное строительство	130	225 302 499	168 945 565
Доходные вложения в материальные ценности	135	-	-
Долгосрочные финансовые вложения	140	769 097 147	1 157 188 792
в том числе:			
инвестиции в дочерние общества	141	573 603 359	978 190 402

Продолжение приложения 1

1	2	3	4
инвестиции в зависимые общества	142	33 358 414	21 724 337
инвестиции в другие организации	143	29 906 887	16 268 935
займы, предоставленные организациям на срок более 12 месяцев	144	70 650 189	74 511 621
Отложенные налоговые активы	145	5 914 902	7 560 867
Прочие внеоборотные активы	150	5 281 042	13 638 077
<b>Итого по разделу I</b>	190	3 634 890 740	4 026 012 643
<b>II. Оборотные активы</b>			
Запасы	210	124 428 581	153 153 969
в том числе:			
сырье, материалы и другие аналогичные ценности	211	1 435 673	1 797 535
животные на выращивании и откорме	212	131	131
затраты в незавершенном производстве	213	82 817 637	103 178 165
готовая продукция и товары для перепродажи	214	34 114 679	40 947 696
товары отгруженные	215	2 220 363	2 244 049
расходы будущих периодов	216	3 840 098	4 986 393
Налог на добавленную стоимость по приобретенным ценностям	220	37 199 146	21 009 914
Дебиторская задолженность (платежи по которой ожидаются более чем через 12 месяцев после отчетной даты)	230	128 585 647	132 353 114
в том числе:			
покупатели и заказчики	231	33 548 064	11 866 882
векселя к получению	232	-	-
авансы выданные	234	13 165 550	6 136 550
прочие дебиторы	235	81 872 033	114 349 682
Дебиторская задолженность (платежи по которой ожидаются в течение 12 месяцев после отчетной даты)	240	549 428 132	757 266 257
в том числе:			
покупатели и заказчики	241	223 581 809	291 476 483
векселя к получению	242	-	-

Продолжение приложения 1

1	2	3	4
задолженность учредителей по взносам в уставный капитал	244	-	-
авансы выданные	245	16 842 835	27 653 068
прочие дебиторы	246	309 003 488	438 136 706
Краткосрочные финансовые вложения	250	17 248 532	69 945 934
займы, предоставленные организациям на срок менее 12 месяцев	251	8 548 674	64 991 728
Денежные средства	260	61 234 070	61 674 969
в том числе:			
касса	261	2 442	3 337
расчетные счета	262	10 246 253	6 765 675
валютные счета	263	48 099 614	52 001 574
прочие денежные средства	264	2 885 761	2 904 383
Прочие оборотные активы	270	290	360
<b>Итого по разделу II</b>	290	918 124 398	1 195 404 517
<b>БАЛАНС</b>	300	4 553 015 138	5 221 417 160
<b>ПАССИВ</b>	<b>Код плате-жа</b>	<b>На начало отчетного года</b>	<b>На конец отчетного года</b>
<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>
<b>III. Капитал и резервы</b>			
Уставный капитал	410	118 367 564	118 367 564
Собственные акции, выкупленные у акционеров	411	-	-
Добавочный капитал	420	2 582 467 620	2 581 019 372
Резервный капитал	430	8 636 001	8 636 001
в том числе:			
резервы, образованные в соответствии с законодательством	431	8 636 001	8 636 001
Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)	470	945 731 806	1 247 498 500
Фонд социальной сферы государственной	480	-	-
<b>Итого по разделу III</b>	490	3 655 202 991	3 955 521 437
<b>IV. Долгосрочные обязательства</b>			
Займы и кредиты	510	521 983 429	738 796 027

Продолжение приложения 1

1	2	3	4
кредиты банков, подлежащие погашению более чем через 12 месяцев после отчетной даты	511	240 564 290	264 161 744
займы, подлежащие погашению более чем через 12 месяцев после отчетной даты	512	281 419 139	474 634 283
Отложенные налоговые обязательства	515	108 601 670	147 426 398
Прочие долгосрочные обязательства	520	4 893	2 446
в том числе:			
векселя к уплате	522	-	-
<b>Итого по разделу IV</b>	590	630 589 992	886 224 871
<b>V. Краткосрочные обязательства</b>			
Займы и кредиты	610	95 613 844	186 259 769
кредиты банков, подлежащие погашению в течение 12 месяцев после отчетной даты	611	-	-
займы, подлежащие погашению в течение 12 месяцев после отчетной даты	612	-	5 395 712
текущая часть долгосрочных кредитов и займов	613	95 613 844	180 864 057
Кредиторская задолженность	620	162 569 438	182 211 031
в том числе:	621	130 315 087	149 821 281
поставщики и подрядчики			
задолженность перед персоналом организации	622	9 097	19 415
задолженность перед государственными внебюджетными фондами	623	7 808	5 800
задолженность по налогам и сборам	624	15 687 696	20 304 441
прочие кредиторы, в том числе:	625	16 549 750	12 060 094
векселя к уплате	626	-	-
авансы полученные	627	932 924	2 752 004
другие кредиторы	628	15 616 826	9 308 090
Задолженность перед участниками (учредителями) по выплате доходов	630	371 001	806 701

## Окончание приложения 1

Доходы будущих периодов	640	3 177	930
Резервы предстоящих расходов	650	8 664 695	10 392 421
<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>
Прочие краткосрочные обязательства	660	-	-
<b>Итого по разделу V</b>	690	267 222 155	379 670 852
<b>БАЛАНС</b>	700	4 553 015 138	5 221 417 160

<b>СПРАВКА О НАЛИЧИИ ЦЕННОСТЕЙ, УЧИТЫВАЕМЫХ НА ЗАБАЛАНСОВЫХ СЧЕТАХ</b>			
<b>Наименование показателя</b>	<b>Код по- каза- теля</b>	<b>На начало от- четного пе- риода</b>	<b>На конец от- четного пе- риода</b>
<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>
Арендованные основные средства	910	22 593	214 516
в том числе по лизингу	911	-	-
Товарно-материальные ценности, принятые на ответственное хранение	920	38 977	33 287
Товары, принятые на комиссию	930	-	-
Списанная в убыток задолженность неплатежеспособных дебиторов	940	14 772 968	14 637 071
Обеспечения обязательств и платежей полученные	950	670 237	4 377 485
Обеспечения обязательств и платежей выданные	960	82 978 534	115 770 989
Износ жилищного фонда	970	61 435	55 408
Износ объектов внешнего благоустройства и других аналогичных объектов	980	-	-
Нематериальные активы, полученные в пользование	990	-	-



Форма № 2

**ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ ОАО “ГЛОБЭЛ ЭНЕРДЖИ”**

за 20X8 год (отчетный год)

Единица измерения: тыс. руб.

Показатель		За отчетный период	За аналогичный период предыдущего года
Наименование	код		
1	2	3	4
<b>Доходы и расходы по обычным видам деятельности</b>			
Выручка (нетто) от продажи товаров, продукции, работ, услуг (за минусом налога на добавленную стоимость, акцизов и аналогичных обязательных платежей)	010	1 774 979 437	1 632 652 981
в том числе от продажи:			
газ	011	1 406 856 578	1 312 325 670
предоставление имущества в аренду	012	234 452 737	221 602 053
продукты нефтегазопереработки	013	70 043 728	54 686 915
услуги по организации транспортировки газа	014	43 055 537	23 421 453
газовый конденсат	015	18 886 850	19 355 407
прочее	016	1 550 785	1 029 183
услуги по организации хранения газа	017	133 222	232 300
Себестоимость проданных товаров, продукции, работ, услуг	020	( 723 781 021)	( 592 118 000)
в том числе проданных:			
газ	021	( 387 085 024)	( 302 627 520)
предоставление имущества в аренду	022	( 231 840 439)	( 217 835 780)
продукты нефтегазопереработки	023	( 40 443 948)	( 26 807 059)
услуги по организации транспортировки газа	024	( 50 661 520)	( 32 305 047)
газовый конденсат	025	( 11 999 269)	( 10 737 654)

## Окончание приложения 2

1	2	3	4
прочее	026	( 1 672 811)	( 1 658 435)
услуги по организации хранения газа	027	( 78 010)	( 146 505)
Валовая прибыль	029	1 051 198 416	1 040 534 981
Коммерческие расходы	030	( 540 917 840)	( 518 675 487)
Управленческие расходы	040	( 23 678 150)	( 17 856 671)
Прибыль (убыток) от продаж	050	486 602 426	504 002 823
<b>Прочие доходы и расходы</b>			
Проценты к получению	060	13 046 491	3 446 856
Проценты к уплате	070	( 53 551 252)	( 40 113 371)
Доходы от участия в других организациях	080	44 696 539	30 916 289
Прочие доходы	105	2 105 342 710	1 510 000 738
Прочие расходы	110	(2 075 739 210)	(1 512 929 853)
<b>Прибыль (убыток) до налогообложения</b>	140	520 397 704	495 323 482
Отложенные налоговые активы	141	1 652 240	( 126 565)
Отложенные налоговые обязательства	142	( 38 825 560)	( 19 508 654)
Текущий налог на прибыль	150	( 122 668 035)	( 131 915 177)
Прочие расходы из прибыли	151	( 106 799)	( 93 019)
<b>Чистая прибыль (убыток) отчетного периода</b>	190	360 449 550	343 680 067
<b>СПРАВОЧНО</b>			
Постоянные налоговые обязательства (активы)	200	44 055 801	39 985 421
Базовая прибыль (убыток) на акцию (руб.)	201	15,23	14,52
Разводненная прибыль (убыток) на акцию	202	-	-

## РАСШИФРОВКА ОТДЕЛЬНЫХ ПРИБЫЛЕЙ И УБЫТКОВ

Показатель		За отчетный период		За аналогичный период предыдущего года	
Наименование	код	прибыль	убыток	прибыль	убыток
1	2	3	4	5	6
Штрафы, пени и неустойки, признанные или по которым получены решения суда (арбитражного суда) об их взыскании	210	834 556	87 034	210 983	6 615
Прибыль (убыток) прошлых лет	220	3 010 662	2 824 343	4 188 933	2 934 515
Возмещение убытков, причиненных неисполнением или ненадлежащим исполнением обязательств	230	-	-	-	-
Курсовые разницы по операциям в иностранной валюте	240	86 663 108	74 261 477	66 226 647	44 508 426
Отчисления в оценочные резервы	250	X	5 155 938	X	4 103 343
Списание дебиторской и кредиторской задолженности, по которым истек срок исковой давности	260	54 809	2 304 146	43 586	1 165 087
Восстановление оценочных резервов	270	4 717 753	X	1 338 729	X

Форма № 4

**ОТЧЕТ О ДВИЖЕНИИ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ****ОАО “ГЛОБЭЛ ЭНЕРДЖИ”****за 20X8 год (отчетный год)**

Единица измерения: тыс. руб.

Показатель		За отчетный период	За аналогичный период предыдущего года
Наименование	код		
1	2	3	4
<b>Остаток денежных средств на начало отчетного года</b>	100	58 461 408	71 070 646
<b>Движение денежных средств по текущей деятельности</b>			
Средства, полученные от покупателей, заказчиков	110	3 876 401 555	3 378 892 868
- выручка от продажи товаров, продукции, работ и услуг	111	2 109 838 271	1 924 739 405
- выручка от продажи иного имущества	112	1 687 420 997	1 348 989 792
в том числе от продажи валюты	113	1 681 058 907	1 348 927 201
- авансы, полученные от покупателей (заказчиков)	114	3 054 711	31 036 617
- бюджетные ассигнования и иное целевое финансирование	115	-	358
-безвозмездно	116	-	-
Прочие доходы	117	76 087 576	74 126 696
Денежные средства, направленные	120	(3 477 374 668)	(2 954 675 856)
на оплату приобретенных товаров, работ, услуг, сырья и иных оборотных активов	150	(1 167 673 650)	(985 934 235)
на оплату труда	160	(5 597 696)	(4 873 715)
на выплату дивидендов, процентов	170	(57 483 356)	(33 749 258)
на расчеты по налогам и сборам	180	(137 472 198)	(143 954 263)
на таможенные пошлины	183	(308 622 287)	(342 070 148)
отчисления в гос. внебюджетные фонды	190	( 603 105)	( 556 727)
на выдачу авансов	191	(34 045 678)	(5 660 705)

Продолжение приложения 3

1	2	3	4
на прочие расходы	192	(1 765 876 698)	(1 437 876 805)
в т.ч. на продажу валюты	193	(1 662 869 911)	(1 343 415 774)
Чистые денежные средства от текущей деятельности	199	399 026 887	424 217 012
<b>Движение денежных средств по инвестиционной деятельности</b>			
Поступило денежных средств — всего	200	108 839 584	75 589 476
Выручка от продажи объектов основных средств и иных внеоборотных активов	210	267 579	260 835
Выручка от продажи ценных бумаг и иных финансовых вложений	220	26 706 340	26 960 512
Полученные дивиденды	230	42 533 338	25 997 620
Полученные проценты	240	5 229 802	1 082 326
Поступления от погашения займов, предоставленных другим организациям	250	29 575 217	17 034 699
Бюджетные ассигнования и иное целевое финансирование	255	-	-
Поступления по инвестиционному договору	256	-	-
Погашение ценных бумаг и иных финансовых вложений	257	4 527 308	4 253 484
Прочие поступления	260	-	-
Направлено денежных средств — всего	270	(825 283 851)	(489 445 794)
Приобретение дочерних организаций	280	(268 239 509)	(4 835 641)
Приобретение объектов основных средств, доходных вложений в материальные ценности и нематериальных активов	290	(14 312 856)	( 665 867)
Приобретение ценных бумаг и иных финансовых вложений	300	(30 996 314)	(52 935 559)
Займы, предоставленные другим организациям	310	(94 294 071)	(81 291 878)
Направлено на оплату долевого участия в строительстве	320	-	-

## Окончание приложения 3

1	2	3	4
Направлено на расчеты по кап. строительству	325	(351 484 161)	(294 225 532)
Прочие выплаты, перечисления и т. п.	330	(65 956 940)	(55 491 317)
Чистые денежные средства от инвестиционной деятельности	340	(716 444 263)	(413 856 318)
<b>Движение денежных средств по финансовой деятельности</b>			
Поступило денежных средств — всего	350	566 638 473	160 184 992
Поступления от эмиссии акций или иных долевых бумаг	351	-	-
Поступления от займов и кредитов, предоставленных другими организациями	352	566 638 473	160 184 992
Прочие поступления	353	-	-
Направлено денежных средств — всего	360	(246 007 536)	(180 382 267)
Погашение займов и кредитов (без процентов)	361	(231 007 536)	(180 382 267)
Погашение обязательств по финансовой аренде	362	-	-
Оплату приобретенных товаров, работ, услуг	363	-	-
Прочие выплаты, перечисления	364	(15 000 000)	-
Чистые денежные средства от финансовой деятельности	370	320 630 937	(20 197 270)
Чистое увеличение (уменьшение) денежных средств и их эквивалентов	380	3 213 557	(9 836 581)
Остаток денежных средств на конец отчетного периода	400	61 674 969	61 234 070
Величина влияния изменений курса иностранной валюты по отношению к рублю	401	(4 343 482)	(2 772 662)

## ОСНОВНЫЕ МОДЕЛИ ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА

1. Настоящая (приведенная, текущая) стоимость:

$$P = \frac{S}{(1+i)^n}.$$

где  $P$  — настоящая (приведенная) величина денежных средств;

$S$  — наращенная сумма, или будущая прогнозируемая величина денежных средств;

$i$  — ставка процента или ставка наращивания (норма дисконта);

$n$  — количество интервалов, по которым осуществляется каждый процентный платеж, в общем, обусловленном периоде времени (расчетный период).

2. Будущая стоимость:

$$S = P \times (1+i)^n.$$

3. Модель САРМ (Шарпа):

$$K_s = K_{ББ} + (K_{РБ} - K_{ББ}) \times \beta,$$

где  $K_s$  — ожидаемая доходность акции компании, %;

$K_{ББ}$  — безрисковая доходность (ставка);

$K_{РБ}$  — ожидаемая доходность портфеля, состоящего из всех акций фондового рынка (или рыночного портфеля), %;

$\beta$  — бета-коэффициент акций, доли единицы.

4. Оценка стоимости капитала:

$$СВСК(WACC) = \sum_{i=1}^n k_i d_i,$$

где СВСК (WACC) — средневзвешенная стоимость капитала, %;

$k_i$  — стоимость  $i$ -го финансового источника, %;

$d_i$  — доля  $i$ -го источника в общей сумме финансовых средств.

5. Модель оценки бизнеса:

$$ЭДС = K_{инв} \times \left[ \frac{\Pi_N}{K_{инв}} - СВСК \right] = K_{инв} \times [R_{инв} - СВСК],$$

где ЭДС — экономическая добавленная стоимость, или EVA (Economic Value Added), руб.;

$K_{\text{инв}}$  — инвестированный (вложенный) капитал (стр. 490 + стр. 510 + стр. 640 ф. № 1, приложение1), руб.;

СВСК (WACC) — средневзвешенная стоимость капитала, %;

$P_N$  — прибыль от основной деятельности до уплаты процентов и налогов, руб.;

$R_{\text{инв}}$  — экономическая рентабельность инвестиций, %.

## 6. Формула расчета цены:

а) обыкновенных акций с постоянным темпом роста дивидендов ( $g$ ) — формула Гордона:

$$P_{\text{pc}} = \frac{D_o(1+g)}{K_s - g} = \frac{D_1}{K_s - g},$$

где  $P_{\text{pc}}$  — рыночная цена акции, руб.;

$D_1$  — величина дивидендов, руб.;

$K_s$  — требуемая доходность, доли единицы;

$g$  — темп роста дивидендов, доли единицы.

$D_o$  — дивиденд в настоящий момент;

б) привилегированных акций:

$$P_{\text{pc}} = \frac{D_o}{K_s}.$$

7. Стоимость облигации может быть рассчитана как текущая стоимость потоков денежных выплат:

$$P_{\text{pc}} = (1 - \text{CTH}) \times \left[ \frac{C}{1 + K_d^o} + \frac{C}{(1 + K_d^o)^2} + \dots + \frac{C}{(1 + K_d^o)^n} + \frac{P_{\text{nc}}}{(1 + K_d^o)^n} \right],$$

или

$$P_{\text{pc}} = (1 - \text{CTH}) \times \left[ \sum_{i=1}^n \frac{C}{(1 + K_d^o)^i} + \frac{P_{\text{nc}}}{(1 + K_d^o)^n} \right],$$

где  $P_{\text{pc}}$  — рыночная стоимость потока платежей, руб.;



С — годовые процентные выплаты, определяемые номинальным процентным доходом, купонные выплаты, руб.;

$P_{nc}$  — номинальная стоимость облигации, руб.;

$K_d^o$  — требуемая норма доходности, определяемая рискованностью облигаций, доли единицы;

n — число лет до погашения;

СтН — ставка налога на прибыль, доли единицы.

## 8. Критерии принятия инвестиционных решений:

### 8.1. Чистый дисконтированный доход:

$$\text{ЧДД} = \sum_{i=0}^n \frac{B_i - S_i}{(1+k)^i} = \sum_{i=0}^n \frac{\Pi_i}{(1+k)^i},$$

где:  $\Pi_i$  — годовой поток наличности в i-й год, руб.;

$B_i$  — выгоды проекта в i-й год, руб.;

$S_i$  — затраты проекта в i-й год, руб.;

k — норма дисконта (в зависимости от цели проекта может приниматься на уровне стоимости капитала, с учетом уровней риска или уровне процентной ставки плюс плата за риск), доли единицы;

n — число лет осуществления проекта.

8.2. Уравнение, решением которого является внутренняя норма доходности (ВНД):

$$\sum_{i=0}^n \frac{\Pi_i}{(1 + \text{ВНД})^i} = 0.$$

8.3. Индекс доходности дисконтированных инвестиций (ИДД):

$$\text{ИДД} = \frac{\sum_{i=1}^k \left( \frac{B_i}{(1+k)^i} \right)}{\sum_{i=1}^n \left( \frac{S_i}{(1+k)^i} \right)},$$

где n — количество лет инвестиций;

k — количество лет получения дохода,  $k \geq n$ .

## 9. Оценка финансового рычага:

$$\text{ЭФР} = [(1 - \text{СтН}) \times (R_{\text{БК}} - \text{СтК})] \times (ЗК : \text{СК}),$$

где ЭФР — эффект финансового рычага, %;

СтН — ставка налога на прибыль, доли единицы;

$R_{\text{БК}}$  — рентабельность вложенного капитала, доли единицы;

СтК — расчетная ставка процента по заемному капиталу, доли единицы;

ЗК — величина используемого организацией заемного капитала, руб.;

СК — величина собственного капитала организации, руб.;

$(1 - \text{СтН})$  — налоговый корректор;

$(R_{\text{БК}} - \text{СтК})$  — дифференциал финансового рычага;

$(ЗК : \text{СК})$  — коэффициент финансового левериджа.

$$\text{СВФР} = \frac{\Pi}{\Pi - \Pi_{\text{ЗК}}},$$

где СВФР — сила воздействия финансового рычага;

$\Pi$  — операционная прибыль до уплаты процентов за кредит и налога на прибыль;

$\Pi_{\text{ЗК}}$  — фактические финансовые издержки по всем полученным кредитам (заемному капиталу) за расчетный период (сумма уплаченных процентов).

**10.** Оценка стоимости безотзывных облигаций с постоянным доходом:

$$K_d^o = [C(1 - \text{СтН}) + (P_{\text{нс}} - P_{\text{рс}}) / n] / [(P_{\text{нс}} + P_{\text{рс}}) / 2],$$

где  $K_d^o$  — стоимость облигации, %;

С — купонные выплаты, руб.;

СтН — ставка налога на прибыль, доли единицы;

n — срок действия облигации;

$P_{\text{нс}}$  — номинальная цена облигации, руб.;

$P_{\text{рс}}$  — рыночная цена облигации, руб.

**11.** Оценка стоимости заемного капитала в виде банковских кредитов:

$$K_d = C_{TK} \times (1 - C_{TH}),$$

где  $K_d$  — стоимость кредитов, %;

$C_{TK}$  — средняя процентная ставка за использование кредита, %;

$C_{TH}$  — ставка налога на прибыль, доли единицы.

**12.** Модель Баумоля:

$$OK_{dc} = \sqrt{\frac{2 \times V_{dc} \times S_{dc}}{K_{CTK}}},$$

где  $OK_{dc}$  — оптимальное количество денежных средств, руб.;

$V_{dc}$  — прогнозируемая потребность в денежных средствах в периоде (год, квартал, месяц), руб.;

$S_{dc}$  — расходы по конвертации денежных средств в ценные бумаги, руб.;

$K_{CTK}$  — относительная величина альтернативных затрат (неполученного дохода), принимается в размере ставки дохода по ликвидным ценным бумагам или процента от предоставления имеющихся средств в кредит выраженная в долях единицы.

Средний остаток денежных средств на расчетном счете составляет  $OK_{dc}/2$ , а количество сделок по конвертации ценных бумаг ( $k_{dc}$ ) определяется по формуле

$$k_{dc} = \frac{V_{dc}}{OK_{dc}}.$$

Главный редактор — *А. Е. Илларионова*  
Редактор — *Н. Л. Юдина*  
Художник — *В. А. Антипов*  
Верстка — *Н. А. Кирьянова*  
Корректор — *В. Ш. Мерзлякова*

Ответственный за выпуск — *А. Ф. Пилунова*

*Учебное издание*

**Кириченко Татьяна Витальевна**

**Финансовый менеджмент**

Санитарно-эпидемиологическое заключение  
№ 77.99.60.953.Д.007399.06.09 от 26.06.2009 г.

Подписано в печать 10.09.2010. Формат 60×84 1/16.  
Печать офсетная. Бумага газетная. Печ. л. 30,25.  
Тираж 2000 экз. (2-й завод 801 – 2000 экз.).

Издательско-торговая корпорация «Дашков и К°»  
129347, Москва, Ярославское шоссе, д. 142, к. 732.  
Для писем: 129347, Москва, п/о И-347  
Тел./факс: 8(495) 741-34-28,  
8(499) 182-01-58, 182-42-01, 182-11-79, 183-93-01.  
E-mail: sales@dashkov.ru — отдел продаж;  
office@dashkov.ru — офис;  
<http://www.dashkov.ru>

Отпечатано в ГУП Академиздатцентр «Наука» РАН,  
ОП Производственно-издательский комбинат «ВИНИТИ»-«Наука»,  
140014, Московская обл., г. Люберцы, Октябрьский пр-т, д. 403.  
Тел./факс: 554-21-86, 554-25-97, 974-69-76