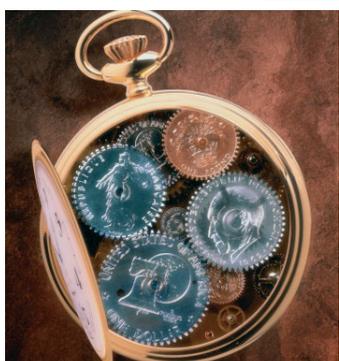
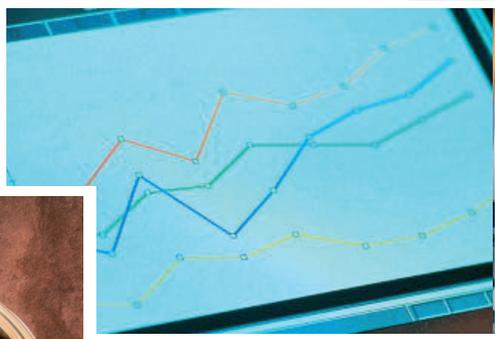




А.А. Курилова
К.Ю. Курилов
Д.В. Горбунов

КОРПОРАТИВНЫЕ ФИНАНСЫ

Учебное пособие



Министерство образования и науки Российской Федерации
Тольяттинский государственный университет
Институт финансов, экономики и управления
Кафедра «Финансы и кредит»

А.А. Курилова, К.Ю. Курилов, Д.В. Горбунов

КОРПОРАТИВНЫЕ ФИНАНСЫ

Учебное пособие

Тольятти
Издательство ТГУ
2014

УДК 658.14(075.8)

ББК 65.26я73

К931

Рецензенты:

д-р экон. наук, профессор Волжского университета

им. В.Н.Татищева *А.И. Афоничкин*;

д-р экон. наук, профессор Тольяттинского государственного
университета *А.А. Руденко*.

К931 Курилова, А.А. Корпоративные финансы : учеб. пособие /
А.А. Курилова, К.Ю. Курилов, Д.В. Горбунов. – Тольятти : Изд-во
ТГУ, 2014. – 272 с. : обл.

В учебном пособии представлены методы управления оборотными и внеоборотными активами, общие основы управления капиталом предприятия, финансовыми инвестициями, денежными потоками предприятия, аспекты управления финансовыми рисками, антикризисного финансового управления при угрозе банкротства.

Предназначено для студентов, обучающихся по направлению подготовки бакалавра и магистра «Экономика», преподавателей и практических работников, специализирующихся в области управления финансами.

УДК 658.14(075.8)

ББК 65.26я73

Рекомендовано к изданию научно-методическим советом Тольяттинского государственного университета.

ISBN 978-5-8259-0773-4

© ФГБОУ ВПО «Тольяттинский
государственный университет», 2014

ВВЕДЕНИЕ

Содержанием курса «Корпоративные финансы» являются следующие вопросы: образование собственных финансовых ресурсов предприятия, привлечение внешних источников финансирования, их распределение и использование, а также система денежных отношений, возникающих в процессе формирования основных производственных фондов и оборотных средств, производства и реализации продукции, работ и услуг.

Финансовая деятельность предприятия формируется под воздействием двух разнонаправленных факторов: внутрифирменных отношений и отношений с внешней бизнес-средой. Поэтому необходимым инструментом управления системой финансовых отношений на уровне корпорации в условиях рынка является четкое понимание взаимосвязи всех факторов, влияющих на общий уровень финансового состояния. Для этого необходимо правильно использовать финансовые рычаги и стимулы в целях достижения наивысшей эффективности хозяйствования. Важно учитывать характер и перспективы взаимоотношений с партнерами (не только с теми, кто связан с корпорациями по купле-продаже товаров, поставкам товарно-материальных ценностей, но и акционерами, кредиторами, фондовыми рынками, налоговыми и страховыми органами).

Развитие форм собственности повлекло возникновение новых типов предприятий: частных, кооперативных, акционерных, смешанных, совместных с хозяйствующими субъектами зарубежных стран.

Конечной целью предпринимательской деятельности корпораций является получение прибыли, которая служит основным источником расширенного воспроизводства, роста доходов предприятий и его собственников. Такая цель достигается при оптимальной организации финансов на предприятиях, укреплении их финансового положения и обеспечивает тем самым финансовую стабилизацию страны.

Главная цель изучения дисциплины «Корпоративные финансы» – формирование у студентов теоретических и прикладных компетенций, позволяющих им составить объективное представление о совокупности денежных отношений и связей, возникающих на

предприятиях различной организационно-правовой формы по поводу формирования и использования капитала, денежных фондов (доходов), движения денежных потоков.

Задачи дисциплины состоят в следующем:

1) познакомить студентов с теорией корпоративных финансов и основными направлениями ее практического применения для осуществления финансового управления на предприятиях;

2) развить способности студентов анализировать и объективно оценивать процессы формирования и эффективного использования капитала, доходов, денежных фондов в процессе кругооборота средств организаций, выраженных в виде различных денежных потоков, с учетом постоянно меняющейся конъюнктуры финансовых и продуктовых рынков, а также правил, регламентирующих финансовые отношения в бизнесе;

3) подготовить студентов к принятию эффективных организационно-управленческих решений финансового характера, овладению способами и средствами получения, хранения, переработки и применения профессиональной информации;

4) помочь студентам в изучении отдельных разделов дисциплины профессионального цикла, фундаментальное изложение которых предполагает использование теории корпоративных финансов или ее отдельных моделей. Подготовить студентов к прохождению производственных практик и написанию курсовых работ.

Учебное пособие охватывает основной круг вопросов, изучаемых студентами различных экономических специальностей. В нем изложены основы оценки стоимости бизнеса, рассмотрена система финансовых взаимоотношений корпораций с инвесторами, поставщиками, покупателями, работниками, финансовыми посредниками, государством. Важное значение в организации финансов корпораций имеют формирование и распределение доходов, собственного капитала корпораций, заемные источники их финансирования, а также стоимость и структура капитала.

Отдельное внимание уделено управлению финансовыми рисками и вопросам реорганизации корпораций.

Тема 1. ЭКОНОМИЧЕСКОЕ СОДЕРЖАНИЕ И НАЗНАЧЕНИЕ КОРПОРАТИВНЫХ ФИНАНСОВ

1.1. Принципы организации корпоративных финансов

Принципы организации финансов предприятий и корпораций тесно связаны с целями и задачами их деятельности, определенными учредительными документами.

Принципы организации финансов:

- саморегулирование хозяйственной деятельности;
- самокупаемость и самофинансирование;
- разделение источников формирования оборотных средств на собственные и заемные;
- наличие финансовых резервов.

Принцип саморегулирования заключается в предоставлении предприятиям (корпорациям) полной самостоятельности в принятии и реализации решений по производственному и научно-техническому развитию на основании имеющихся материальных, трудовых и финансовых ресурсов.

Предприятие (корпорация) непосредственно планирует свою деятельность и определяет перспективы развития исходя из спроса на выпускаемую продукцию (услуги). Основу оперативных и текущих планов составляют договоры (контракты), заключенные с потребителями продукции (услуг) и поставщиками материальных ресурсов. Финансовые планы призваны обеспечивать денежными ресурсами мероприятия, предусмотренные в производственных планах (бизнес-планах), а также гарантировать интересы бюджетной системы государства. Пополнение оборотных средств осуществляются главным образом за счет собственных финансовых ресурсов (чистой прибыли), а в необходимых случаях – за счет заемных и привлеченных средств.

Для привлечения дополнительных финансовых ресурсов корпорации выпускают эмиссионные ценные бумаги (акции и облигации) и участвуют в работе фондовых бирж.

Принцип самокупаемости предполагает, что средства, вложенные в развитие корпорации, окупятся за счет чистой прибыли и

амортизационных отчислений. Эти средства призваны обеспечить минимум нормативной экономической эффективности принадлежащего предприятию (корпорации) собственного капитала.

При самокупаемости предприятие финансирует за счет собственных источников простое воспроизводство и вносит налоги в бюджетную систему. Реализация данного принципа на практике требует рентабельной работы всех предприятий и ликвидации убытков.

В отличие от самокупаемости *самофинансирование* предполагает не только рентабельную работу, но и формирование на коммерческой основе финансовых ресурсов, обеспечивающих не только простое, но и расширенное воспроизводство, а также доходов бюджетной системы. Принцип самофинансирования предполагает усиление материальной ответственности предприятий (корпораций) за соблюдение договорных обязательств, кредитно-расчетной и налоговой дисциплины. Уплата штрафных санкций за нарушение условий хозяйственных договоров, а также возмещение причиненных убытков другим организациям не освобождает предприятие (без согласия потребителей) от выполнения обязательств по поставкам продукции (работ, услуг).

Для осуществления принципа самофинансирования необходимо соблюдение ряда условий:

- 1) накопление собственного капитала в объеме, достаточном для покрытия затрат не только по текущей, но и по инвестиционной деятельности;
- 2) выбор рациональных направлений для накопления капитала;
- 3) постоянное обновление основного капитала;
- 4) гибкое реагирование на потребности товарного и финансового рынков.

Рассмотрим данные условия более подробно. Первое условие самофинансирования заключается в обособлении денежных средств для финансирования текущей и инвестиционной деятельности. Эти денежные средства концентрируются на расчетных счетах хозяйствующего субъекта до дальнейшего их распределения. С позиции управления финансами важно осуществлять периодизацию денежной наличности, т. е. распределение ее по времени нахождения в реальном обороте на краткосрочные и долгосрочные денежные средства.

Второе условие подразумевает определение таких путей вложения капитала, которые приводят к укреплению финансового состояния предприятия и повышению его конкурентоспособности на товарном и финансовом рынках. Соблюдение данного условия связано с оценкой уровня самофинансирования, разработкой критериев подобной оценки, анализом движения капитала по видам деятельности предприятия.

Третье условие заключается в обеспечении нормального процесса обновления основного капитала. Увеличение стоимости основных средств в результате их переоценки выгодно для предприятия, поскольку при этом не производят никаких дополнительных выплат в форме дивидендов и процентов, а объем собственного капитала увеличивается.

Четвертое условие предполагает осуществление такой финансовой политики, при которой предприятие может нормально функционировать в условиях жесткой конкуренции на товарном и финансовом рынках. Такая политика направлена на снижение издержек производства и обращения и на увеличение прибыли. Самофинансирование, базирующееся на высоких ценах, способствует увеличению денежной массы и становится генератором инфляционных процессов в народном хозяйстве. Поэтому для повышения уровня самофинансирования хозяйствующие субъекты обязаны четко реагировать на потребности рынка в соответствующих товарах (услугах). Механизм реагирования на потребности рынка предполагает специализацию, диверсификацию и концентрацию производства. Ориентация этого механизма должна быть увязана с налоговой, ценовой и инвестиционной политикой государства. Применение принципа самофинансирования является важным фактором предотвращения банкротства хозяйствующего субъекта и создает возможность для эффективного использования финансового менеджмента.

Деление источников формирования оборотных средств на собственные и заемные определяется особенностями технологии и организации производства в отдельных отраслях хозяйства. В отраслях с сезонным характером производства повышается доля заемных источников формирования оборотных средств (торговля, пищевая промышленность, сельское хозяйство и др.). В отраслях с несезон-

ным характером производства (тяжелая промышленность, транспорт, связь) в составе источников образования оборотных средств преобладают собственные оборотные средства.

Образование финансовых резервов необходимо для обеспечения устойчивой работы предприятий (корпорации) в условиях возможных колебаний рыночной конъюнктуры, возросшей материальной ответственности за невыполнение своих обязательств перед партнерами. В акционерных обществах финансовые резервы формируют в законодательном порядке из чистой прибыли. У других хозяйствующих субъектов их образование регламентировано учредительными документами.

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

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

Соблюдение указанных принципов на практике обеспечивает финансовую устойчивость, платежеспособность, доходность и деловую активность предприятий (корпораций).

1.2. Финансовый менеджмент в системе управления финансами корпораций

Финансовый менеджмент – это искусство управления финансами предприятий и корпораций, т. е. денежными отношениями, связанными с формированием и использованием их капитала, доходов и денежных потоков. Финансовый менеджмент уверенно входит в отечественную хозяйственную практику, предусматривает использование широкого набора методов, присущих рыночной экономике (например, диагностика финансового состояния, инвестиционный анализ, бюджетирование доходов и расходов и др.).

Отечественный финансовый менеджмент (в отличие от западного) развивается в условиях нестабильной экономики, которая характеризуется неустойчивостью, высокой инфляцией, кризисом неплатежей, большой налоговой нагрузкой на товаропроизводителей, а также значительным предпринимательским риском.

При быстрых изменениях внешних и внутренних условий хозяйствования текущие управленческие решения, которые ранее обеспечивали предприятию финансовый успех, сегодня могут привести к обратному результату. Поэтому искусство управления финансами предприятия требует своевременной корректировки его финансовой стратегии и тактики, поиска новых методических приемов обоснования управленческих решений (способы начисления амортизации основных средств и нематериальных активов, переоценки основных фондов, финансирования капиталовложений и т. д.).

Финансовый менеджмент характеризуется некоторыми особенностями, без учета которых неизбежны просчеты в принятии финансовых и инвестиционных решений. Эти особенности касаются общих принципов формирования структуры капитала (пассивов), состава и оценки активов, управления денежными потоками, инвестициями и финансовыми рисками, способов финансового управления в условиях кризисного развития предприятия и выхода из нестабильного состояния.

Необходимые условия развития финансового менеджмента в России:

- разнообразие форм собственности;
- самофинансирование предпринимательской деятельности;
- рыночное ценообразование;
- наличие рынков товаров, труда и капитала;
- четкая регламентация государственного вмешательства в деятельность хозяйствующих субъектов, которая определена системой рыночного законодательства.

Особенности финансового менеджмента в рыночной экономике:

- гибкость – учет конъюнктуры рынка;
- ориентация системы управления финансами фирмы на рынок;
- учет при принятии финансовых и инвестиционных решений фактора риска.

Поясним, что финансовый риск – это вероятность возникновения непредвиденных денежных потерь (снижение прибыли или ожидаемого дохода, а также потеря части или всего авансированного капитала) в ситуации неопределенности финансовой деятельности предприятия.

Основные задачи финансового менеджмента:

- 1) формирование финансовых ресурсов в объеме, достаточном для реализации задач развития предприятия;
- 2) обеспечение эффективного использования объема финансовых ресурсов, сформированного по ключевым направлениям деятельности хозяйствующего субъекта;
- 3) оптимизация денежных потоков в текущей, инвестиционной и финансовой деятельности;
- 4) минимизация уровня финансового риска при предусматриваемом объеме прибыли;
- 5) обеспечение финансовой устойчивости и платежеспособности предприятия в процессе его развития.

Финансовый менеджмент неразрывно связан с финансами хозяйствующих субъектов, т. е. с денежными отношениями, которые касаются образования и использования собственного и заемного капитала, вовлеченного в производственно-коммерческую деятельность корпорации. Известны различные варианты классификации источников средств.

Финансовый менеджмент имеет многоцелевую направленность. Его задачи:

- 1) избежание банкротства и больших финансовых потерь (капитала, доходов и прибыли);
- 2) стремление к лидерству в конкурентной борьбе;
- 3) максимизация «цены фирмы» через рост курсовой стоимости акций;
- 4) обеспечение роста объема производства и продаж;
- 5) максимизация прибыли и минимизация расходов;
- 6) обеспечение достаточного уровня доходности (активов, собственного капитала и продаж) и др.

Приоритетность той или иной задачи по-разному определяется в рамках существующей теории финансового менеджмента.

Наиболее распространено утверждение, что компания должна работать таким образом, чтобы обеспечить максимальный доход ее владельцам (собственникам). Обычно это связывают с ростом прибыли, высокой доходностью и платежеспособностью. Традиционная неоклассическая экономическая теория предполагает, что любая компания должна максимизировать прибыль (с позиции долгосрочного ее получения). В идеальном случае – при равнодоступности информации, наличии квалифицированного руководства и других условиях – достижение такого максимума невозможно. Поэтому на практике используется понятие «нормальная прибыль», устраивающая владельцев данной компании. Прибыльность различных видов производства неодинакова, что не вызывает, однако, стремления всех предпринимателей сменить свой бизнес более доходным. В основу такого подхода положена распространенная система ценообразования на выпускаемую продукцию: полная себестоимость плюс средняя норма прибыли. Кроме того, существует тенденция перелива капитала между отраслями хозяйства и сферами бизнеса, что приводит к выравниванию нормы прибыли на вложенный капитал.

Другие исследователи считают, что в основе деятельности компании – стремление к увеличению объема производства и продаж. Эта концепция основана на том, что многие менеджеры определяют свое положение в обществе в соответствии с масштабами деятельности своей фирмы, а не в связи с ее доходностью, что не всегда бесспорно.

В последние годы на Западе большое распространение получила теория максимизации «цены фирмы». Разработчики теории исходили из предпосылки, что ни один из существующих критериев – объем продаж, прибыль, рентабельность и другие – нельзя рассматривать в качестве измерителя эффективности принимаемых решений финансового характера. Подобный критерий:

- должен быть достаточно обоснованным;
- базироваться на прогнозировании доходов владельцев компании;
- быть приемлемым для принятия инвестиционных решений, включая поиск источников собственных средств и выплату дивидендов.

Считается, что этим условиям отвечает критерий максимизации стоимости собственного капитала, т. е. рыночной цены обыкновенных акций корпорации. С позиции инвесторов в основу данного подхода положено предположение о том, что повышение благосостояния акционеров заключается не в росте текущей массы прибыли, а в повышении рыночной цены принадлежащих им акций

Следовательно, любое решение, обеспечивающее рост курсовой стоимости акций, должно приниматься владельцами и управленческим персоналом корпорации.

Критерий максимизации рыночной цены акций компании как наиболее обоснованный и приоритетный в рамках финансового менеджмента применим лишь в том случае, если на фондовом рынке нет ограничений в определении цен на финансовые инструменты, т. е. соблюдается принцип «спрос – предложение». В данном случае рынок рассматривается как идеальный. На практике подобного рынка не существует ни в одной стране.

Отметим, что на финансовом рынке любая новая информация по мере ее поступления немедленно отражается на цене финансовых активов. Более того, данная информация может поступить на фондовый рынок случайно, ее нельзя точно спрогнозировать, т. е. определить, когда она поступит и в какой степени будет полезна для эмитентов и инвесторов.

Следует подчеркнуть, что прибыль и риск воздействуют на цену акции неоднозначно. С ростом прибыли растут дивиденды корпорации и, следовательно, повышается спрос на ее акции на фондовом рынке. Наоборот, значительное увеличение риска приводит к понижению стоимости акций. Умеренные и консервативные инвесторы распродают акции, что вызывает финансовую нестабильность акционерной компании.

Таким образом, для финансового менеджмента главными понятиями являются прибыль и риск. Соотношением этих двух переменных величин в каждый конкретный момент определяются действия финансового директора. Эти действия направлены на решение двух ключевых задач:

- 1) увеличение прибыли, или собственного (акционерного) капитала;

2) сохранение ликвидности, т. е. способности компании выполнять свои финансовые обязательства перед контрагентами и государством.

Локальная задача финансового директора — максимизировать дивиденд на одну обыкновенную акцию по каждой отдельно взятой сделке.

Глобальная задача — достижение долговременной устойчивости дивиденда, ускорение оборачиваемости капитала компании, повышение защищенности от финансового риска.

Исходя из такого понимания проблемы оптимизации собственного капитала рекомендуется выбирать такие решения, которые приводят к повышению рыночной цены акций корпораций с учетом всех перечисленных факторов.

Итак, задача финансового менеджмента заключается в разрешении противоречия, которое возникает между целями корпорации и финансовыми возможностями на различных этапах ее развития.

1.3. Особенности организации финансов хозяйствующих субъектов различных форм собственности

Финансовые отношения можно классифицировать на основании определенных различий между ними, которые проявляются в формах платежей в бюджет, порядке образования капитала и доходов, финансовом планировании на предприятиях. Данная классификационная система охватывает следующие виды финансов:

- финансы хозяйствующих субъектов (предприятий и корпорации);
- общегосударственные (публичные) финансы (бюджеты всех уровней и внебюджетные фонды);
- государственный кредит, при котором в роли кредиторов выступают юридические и физические лица, а в роли заемщика — государство, эмитирующее облигации.

Основой системы финансов России являются финансы предприятий и корпоративных структур (финансово-промышленных групп и холдинговых компаний), так как доходы предпринимателей являются источником финансовых ресурсов всех звеньев финансовой системы государства.

Финансам предприятий и корпораций России присущи черты, характерные для финансов в целом (как стоимостной категории), а также специфические особенности, свойственные отдельным сферам общественного воспроизводства (например, сфере материального производства и непроемственной сфере). Однако имеются различия в организации финансов отдельных отраслей народного хозяйства (промышленность, строительство, транспорт, сельское хозяйство, торговля, коммунальное хозяйство и др.), которые проявляются в формировании доходов, прибыли, оборотных активов, финансировании капитальных вложений в основной капитал и др.

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

Участниками полных товариществ и полными товарищами в товариществах на вере могут быть индивидуальные и коммерческие организации. Участниками хозяйственных обществ и вкладчиками в товариществах на вере могут быть юридические и физические лица. Хозяйственные товарищества и общества имеют право быть учредителями других хозяйственных товариществ и обществ. Хозяйственные товарищества и общества с ограниченной ответственностью не вправе выпускать акции.

Участники указанных хозяйственных формирований обязаны вносить вклады в порядке, размерах и в сроки, предусмотренные учредительными документами.

Хозяйственные товарищества и общества ликвидируют в случаях:

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

При ликвидации юридического лица требования кредиторов удовлетворяют в следующей очередности:

- 1) удовлетворяют требования граждан, перед которыми юридическое лицо несет ответственность за причинение вреда жизни или здоровью;
- 2) производят расчеты по выплате выходных пособий и оплате труда с лицами, работающими по трудовому договору (контракту), и по выплате вознаграждений по авторским договорам;
- 3) погашают задолженность по обязательным платежам в бюджет и во внебюджетные фонды;
- 4) удовлетворяют требования по заложенным обязательствам перед коммерческими банками;
- 5) осуществляют расчеты с другими кредиторами.

Очередные требования удовлетворяют после полного исполнения предыдущих требований. При недостаточности имущества ликвидируемой коммерческой организации его распределяют между кредиторами соответствующей очереди пропорционально суммам требований, подлежащих удовлетворению.

По решению суда требования кредитора могут быть удовлетворены за счет остающегося имущества ликвидируемого юридического лица. Требования кредиторов, заявленные после истечения срока, установленного ликвидационной комиссией для их предъявления, оплачивают из имущества ликвидируемого юридического лица, остающегося после удовлетворения требований кредиторов, заявленных в срок. Требования кредиторов, не удовлетворенные из-за недостаточности имущества, считают погашенными. Удовлетворенными считают также требования кредиторов, не признанные ликвидационной комиссией, если кредитор не обращался с иском в суд, а также требования, в удовлетворении которых решением суда кредитору отказано.

Наряду с общими принципами создания и ликвидации хозяйственных товариществ и обществ существуют особенности в организации их финансов, нормировании капитала, использовании прибыли и др. Рассмотрим данные особенности на примере хозяйственных товариществ и обществ.

Полное товарищество – товарищество, участники которого (полные товарищи) в соответствии с заключенным между ними договором занимаются предпринимательской деятельностью от имени товарищества и несут ответственность по его обязательствам принадлежащим им имуществом.

Юридические и физические лица могут быть участниками только одного полного товарищества. Оно создается и действует на основании учредительного договора, который подписывается всеми его участниками и содержит следующие сведения:

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

Управление деятельностью полного товарищества осуществляют по общему согласию всех участников в порядке, определенном учредительным договором. Участник полного товарищества обязан внести не менее 50 % своего вклада в складочный капитал к моменту его регистрации. Остальная часть должна быть внесена участниками в сроки, установленные учредительным договором. При невыполнении указанного условия участник обязан уплатить товариществу 10 % годовых с невнесенной части вклада и возместить причиненные убытки.

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

чистые активы > складочного капитала.

Участники полного товарищества несут солидарную ответственность своим имуществом (активами) по его обязательствам. Участник полного товарищества, не являющийся его учредителем,

отвечает наравне с другими участниками по обязательствам, возникшим до его вступления в товарищество. Участник, выбывший из товарищества, отвечает по его обязательствам, возникшим до его выбытия, наравне с оставшимися участниками в течение двух лет со дня утверждения отчета о деятельности товарищества за год, в котором он из него выбыл.

Участник полного товарищества вправе с согласия остальных его участников передать свою долю в складочном капитале или его часть другому участнику товарищества или третьему лицу. Обращение взыскания на долю участника в складочном капитале по собственным долгам участника допускают только при недостатке иного его имущества для покрытия этих долгов. Кредиторы такого участника вправе потребовать от товарищества выделения части его имущества, соответствующей доле должника в складочном капитале, для обращения взыскания на данное имущество. Подлежащая выделению часть стоимости имущества товарищества устанавливается по бухгалтерскому балансу, составленному на момент предъявления кредитором требования о выделе.

Таким образом, финансовые отношения возникают между участниками полного товарищества при формировании складочного капитала, распределении прибыли, возмещении причиненных товариществу убытков, взаимоотношениях членов товарищества с кредиторами, а также государством (по налогам и сборам).

Товарищество на вере (коммандитное товарищество) представляет собой коммерческую организацию, в которой наряду с участниками, осуществляющими предпринимательскую деятельность (полными товарищами), присутствует один или несколько участников (вкладчиков) — коммандистов, которые несут риск убытков от деятельности товарищества на вере. Риск убытков равен сумме внесенных ими вкладов в складочный капитал. Коммандисты не принимают участия в предпринимательской деятельности товарищества. Положение полных товарищей в товариществе на вере, их ответственность по его обязательствам определяются в порядке, установленном для полного товарищества. Лицо может быть полным товарищем только в одном товариществе на вере. Участник полного товарищества не может быть полным товарищем в товариществе

на вере. Полный товарищ в товариществе на вере не может быть участником полного товарищества. Товарищество на вере образуется и действует на основании учредительного договора. Учредительный договор подписывают все полные участники. Вкладчик товарищества на вере обязан внести вклад в складочный капитал. Внесение вклада удостоверяют свидетельством об участии, выдаваемым вкладчику товариществом.

Вкладчик вправе:

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

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

Аналогично законодательству России в США товарищество — это компания, собственниками которой являются двое или более физических лиц. Их называют партнерами, которые совместно владеют ее капиталом. В партнерских соглашениях, как правило, предусматривают порядок принятия управленческих решений и распределения прибыли (убытков). Если в соглашении не указано иное, то все партнеры несут неограниченную ответственность по обязательствам компании. Однако возможно ограничение обязательств отдельных партнеров, которые в этом случае называются партнерами с ограниченной ответственностью (коммандистами). Один из партнеров, которого называют главным, несет неограниченные обязательства по долгам компании. Партнеры-коммандисты не участвуют в принятии оперативных, деловых решений по деятельности товарищества, поскольку это входит в компетенцию главного партнера.

Финансовые отношения у товарищества на вере возникают между полными товарищами и вкладчиками по поводу формирования складочного капитала, распределения прибыли, возмещения понесенных убытков и др.

В *обществах с ограниченной ответственностью* формируют не складочный, а уставный капитал, который разделен на доли, определенные учредительными документами. Участники общества не отвечают по его обязательствам и несут риск убытков в пределах стоимости внесенных ими вкладов. Участники общества, внесшие вклады не полностью, несут солидарную ответственность по его обязательствам в пределах стоимости неоплаченной части вклада каждого из участников. Общество отвечает по обязательствам своих участников. Общество с ограниченной ответственностью не может иметь в качестве единственного участника другое хозяйственное общество, состоящее из одного лица.

Учредительные документы общества:

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

Если общество учреждается одним лицом, то его учредительным документом является устав.

Уставный капитал общества состоит из минимальных вкладов его участников. Он определяет минимальный размер имущества общества, гарантирующего интересы его кредиторов. Размер уставного капитала должен быть не ниже стократной величины минимального размера месячной оплаты труда, установленного федеральным законодательством на дату представления документов для государственной регистрации общества.

Размер доли участника в уставном капитале общества определяют в процентах или в виде дроби. Величина доли участника должна соответствовать соотношению минимальной стоимости его доли и уставного капитала. Действительная стоимость доли участника соответствует части стоимости чистых активов общества, пропорциональной размеру его доли. Уставом общества могут быть ограничены максимальный размер доли участника, а также возможность изменения соотношения долей его участников. Подобные ограничения нельзя устанавливать в отношении отдельных участников.

Вкладами в уставный капитал могут быть денежные средства, ценные бумаги, другие вещи, имущественные или иные права, имеющие стоимостную оценку. Не допускают освобождения участника от обязанности внесения вкладов в уставный капитал, в том числе путем зачета требований к обществу. На момент регистрации общества уставный капитал должен быть оплачен участниками не менее чем на 50 %. Остальные 50 % подлежат оплате в течение первого года деятельности общества.

При несоблюдении этого условия общество обязано объявить о снижении уставного капитала либо прекратить свою деятельность путем ликвидации.

Снижение уставного капитала допускают после уведомления кредиторов общества. Последние вправе потребовать досрочного исполнения обязательств общества и возмещения им убытков. Увеличение уставного капитала возможно после внесения его участниками вкладов в полном объеме.

Общество не вправе принимать решение о распределении своей прибыли между участниками:

- до полной уплаты всего уставного капитала;
- до выплаты действительной стоимости доли участника общества;
- если на момент принятия такого решения общество отвечает признакам банкротства или если указанные признаки появятся в результате принятия такого решения;
- если на момент принятия такого решения стоимость чистых активов общества ниже его уставного капитала и резервного фонда или станет меньше их размера в результате принятия такого решения;
- в иных случаях, предусмотренных законодательством.

После преодоления указанных негативных обстоятельств общество обязано выплатить участникам причитающуюся им сумму прибыли. Общество может создавать резервный и иные фонды в размерах и порядке, предусмотренных его уставом. Общество вправе размещать облигации и другие эмиссионные ценные бумаги в порядке, определенном законодательством о ценных бумагах. Облигации размещают на сумму, не превышающую размер уставного капитала или величину обеспечения, предоставленного

обществу третьими лицами, после полной оплаты уставного капитала. Участник общества может выйти из его состава независимо от согласия остальных его участников. В данном случае ему выплачивают стоимость части имущества, которая соответствует его доле в уставном капитале общества.

Общество с дополнительной ответственностью учреждается одним или несколькими лицами в порядке, аналогичном учреждению общества с ограниченной ответственностью. Участники такого общества солидарно несут субсидиарную ответственность по его обязательствам своим имуществом в одинаковом для всех размере, кратном стоимости их вкладов в уставном капитале. При банкротстве одного из участников его ответственность по обязательствам общества распределяется между остальными участниками пропорционально их вкладам в уставный капитал.

Финансовые отношения выражаются во взаимоотношениях между участниками общества при формировании уставного и резервного капиталов, распределении прибыли, а также расчетах с кредиторами и государством (по налогам и сборам).

Акционерное общество – это общество, уставный капитал которого разделен на определенное количество обыкновенных и привилегированных акций. Акционеры не отвечают по его обязательствам и несут риск убытков, связанных с деятельностью акционерного общества (АО), в пределах стоимости принадлежащих им акций. Участники, не полностью оплатившие акции, несут солидарную ответственность по обязательствам общества в пределах неоплаченной части стоимости принадлежащих им акций.

Открытым признают акционерное общество (ОАО), участники которого вправе реализовать принадлежащие им акции без согласия других акционеров. Данное общество вправе производить открытую подписку на эмитируемые им акции и их свободную продажу на фондовом рынке. ОАО обязано ежегодно публиковать для всеобщего обозрения бухгалтерский баланс и отчет о прибылях и убытках, что повышает доверие акционеров к деятельности общества.

Закрытым акционерным обществом (ЗАО) признают общество, акции которого распределяют только среди его учредителей или иного заранее определенного круга лиц. Данное общество не

может проводить открытую подписку на эмитируемые им акции или другим способом предлагать их для приобретения сторонними инвесторами.

Акционеры ЗАО имеют приоритетное право покупки акций, реализуемых другими акционерами данного общества. Число участников ЗАО не может превышать пятидесяти. В ином случае оно подлежит преобразованию в ОАО в течение года. По истечении года ЗАО ликвидируют в судебном порядке, если число участников не понизится до установленного законом предела.

Уставный капитал АО состоит из номинальной стоимости обыкновенных и привилегированных акций, приобретенных акционерами. Уставный капитал определяет минимальный размер имущества общества, гарантирующего интересы его кредиторов, и не может быть менее размера, предусмотренного статьей 26 Федерального закона «Об акционерных обществах» от 26 декабря 1995 года.

Не допускается освобождение акционера от обязанности оплаты акций общества, в том числе путем зачета требований к обществу. Открытая подписка по акциям АО не производится до полной оплаты уставного капитала. При учреждении общества все его акции должны быть распределены среди учредителей. Если по окончании второго и каждого последующего года стоимость чистых активов АО окажется ниже уставного капитала, то общество обязано объявить и зарегистрировать снижение уставного капитала. Если стоимость его чистых активов становится ниже определенного законодательством минимального объема уставного капитала, то общество ликвидируется. АО вправе по решению общего собрания акционеров увеличивать уставный капитал путем повышения номинальной стоимости акций или выпуска дополнительных акций. Повышение уставного капитала допускают после его полной оплаты. Увеличение уставного капитала для возмещения понесенных обществом убытков не допускается.

Уставом может быть определено преимущественное право акционеров – владельцев обыкновенных акций на приобретение дополнительно эмитируемых акций.

АО по решению общего собрания акционеров может уменьшить уставный капитал путем понижения номинальной стоимости

акций либо выкупа их части у акционеров. Возможность проведения такой операции предусматривают в уставе. Снижение уставного капитала допускается после уведомления в месячный срок всех кредиторов общества. Последние вправе потребовать досрочного погашения обязательств и возмещения причиненных им убытков.

АО вправе выпускать облигации на сумму, не превышающую величину уставного капитала или размера обеспечения, предоставленного обществу третьими лицами. При отсутствии обеспечения выпуск облигаций допускают не ранее третьего года деятельности общества и при условии утверждения к этому времени двух годовых бухгалтерских балансов.

Участники общества заключают между собой договор, определяющий порядок осуществления ими совместной деятельности по созданию общества. Договор о создании акционерного общества заключают в письменной форме. Участники общества несут солидарную ответственность по обязательствам, возникшим до его регистрации. Общество несет ответственность по обязательствам учредителей, связанным с его созданием, только в случаях последующего одобрения их действий общим собранием акционеров. Учредительным документом общества является устав, утвержденный учредителями.

Акционерное общество может быть создано одним лицом или состоять из одного лица в случае покупки акционером всех его акций.

Акционерное общество не может иметь в качестве единственного участника другое хозяйственное общество, состоящее из одного лица. Общество может быть реорганизовано в иную форму собственности либо добровольно ликвидироваться по решению общего собрания акционеров. Хозяйственное общество признают дочерним, если другое (основное) хозяйственное общество в силу преобладающего участия в его уставном капитале, либо в соответствии с заключенным между ними договором, либо иным образом имеет возможность определять решения, принимаемые таким обществом. Дочернее общество не отвечает по долговым обязательствам основного общества. Последнее дает дочернему обществу обязательные для него указания и отвечает солидарно с ним по финансовым операциям, осуществленным дочерним обществом во исполнение таких указаний.

В случае несостоятельности (банкротства) дочернего общества по вине основного общества основное общество несет субсидиарную ответственность по его долгам.

Участники (акционеры) дочернего общества вправе требовать возмещения основным обществом убытков, причиненных по его вине дочернему обществу. Хозяйственное общество признают зависимым, если другое (участвующее, преобладающее) общество имеет свыше 20 % его голосующих акций. Хозяйственное общество, которое приобрело свыше 20 % голосующих акций акционерного общества, обязано немедленно публиковать сведения об этом в порядке, предусмотренном действующим законодательством.

Финансовые отношения возникают у акционерного общества со следующими субъектами хозяйствования:

- с учредителями – при формировании уставного капитала;
- с акционерами – при выплате им дивидендов и процентов по эмиссионным ценным бумагам;
- с акционерами – при выкупе собственных акций с целью их досрочного погашения;
- с кредиторами – при погашении облигационного займа либо при досрочном погашении обязательств в случае уменьшения уставного капитала;
- с банками – при получении и погашении кредитов и процентов по ним;
- с иными негосударственными финансовыми посредниками (страховыми и инвестиционными компаниями и фондами, фондовыми биржами и др.);
- с поставщиками материальных ценностей и услуг, а также с потребителями готовой продукции (работ, услуг);
- с дочерними и зависимыми обществами – при возмещении им убытков, причиненных основным обществом при покупке акций другого общества в объеме свыше 20 % (в результате оно становится зависимым);
- с центральной компанией, если АО входит в состав финансово-промышленной группы (по перераспределению финансовых ресурсов внутри группы);

– с государством – по налогам и сборам в бюджетную систему и взносам во внебюджетные фонды; при финансировании из бюджета отдельных видов расходов (капитальных вложений, научно-исследовательских работ и др.).

Формирование в России корпоративных структур в форме холдингов и финансово-промышленных групп наиболее тесно связано с акционерными обществами.

1.4. Финансы зарубежных корпоративных структур

В промышленно развитых странах (США, Канада, Великобритания, Япония) корпоративная форма организации предпринимательской деятельности является ведущей. О масштабах деятельности корпоративных групп свидетельствуют следующие данные. По оценкам специалистов, в современном мире насчитывается около 40 тыс. межотраслевых объединений, имеющих признаки корпоративных структур (акционерных обществ), которые включают примерно 180 тыс. филиалов в 150 странах. Им принадлежит примерно 50 % промышленного производства и торговли развитых стран, около 80 % всех патентов и лицензий на новейшую технику, технологии и ноу-хау. Концентрация и централизация капитала служит исходной базой для формирования корпоративных структур. По мнению Э. Боди и Р.К. Мертона, «корпорацией (corporation) называют фирму, которая является самостоятельным юридическим лицом, действующим отдельно от своих владельцев». По определению Ван Хорна, «корпорация – это обезличенное предприятие, созданное законом; оно может владеть имуществом и брать на себя обязательства». С. Росс дает следующую трактовку данного понятия: «Корпорация – это бизнес, основанный как отдельное юридическое лицо, состоящее из одного или более частных или юридических лиц».

Главное отличие корпорации от других форм организации бизнеса в том, что она существует независимо от ее владельцев. Корпорация вправе привлекать капитал в денежной форме от своего имени, не возлагая на своих собственников неограниченную ответственность. Следовательно, для удовлетворения претензий к корпорации невозможно конфисковать личное имущество акцио-

неров. Право на часть собственности корпорации подтверждается долей в акционерном капитале, причем каждому владельцу акций принадлежит та часть имущества корпорации, которая соответствует доле его акций в общем объеме. Эти акции можно продать, что является еще одним преимуществом акционерной формы собственности. Кроме того, корпорация продолжает свою деятельность и в случае выбытия отдельных держателей акций из-за продажи своего пакета другим инвесторам.

Основные отличительные черты корпорации – наличие общего капитала, разделенного на определенное количество равных долей (акций), а также принцип разделения ответственности. Первая особенность делает вложение средств в корпорацию менее рискованным, поскольку принцип ограниченной ответственности снимает с акционеров имущественную ответственность в случае неудачи коммерческой деятельности акционерной компании как единого целого. На практике, однако, возникает определенное противоречие: с одной стороны, возможны рискованные спекулятивные операции, поскольку акционеры в случае банкротства корпорации теряют только свой вклад, но не все имущество. С другой стороны, участие акционеров в управлении компанией пропорционально объему вложенных в нее средств способствует эффективному контролю за действиями ее руководства и рациональному использованию активов и собственного капитала.

Вторая особенность (разделение ответственности) способствует мобилизации значительных финансовых ресурсов в уставные капиталы акционерных обществ. Это делает возможным реализацию масштабных инвестиционных проектов, что не под силу малым и средним компаниям.

Третья особенность заключается в том, что в условиях неопределенности, свойственной экономическим процессам, происходящим в рыночной среде, инвесторы стремятся распределить риски путем вложения своих средств в финансовые активы разных компаний. Для оптимальной диверсификации (разнообразия) вложений необходимо, чтобы инвестор владел портфелем ценных бумаг многих эмитентов. Подобного распределения средств невозможно добиться без отделения собственности от управления акционерной

компанией. Таким образом, можно утверждать, что корпоративная форма организации бизнеса лучше других подходит для диверсификации собственником-инвестором его активов, так как позволяет владеть относительно небольшими долями в акционерном капитале различных компаний.

Четвертая особенность предполагает, что отделение собственности от управления способствует экономии затрат на получение информации. Менеджеры могут собрать и обобщить довольно точные и подробные сведения о производственном и финансовом потенциале компании, необходимые для принятия управленческих решений. Владелец корпорации достаточно иметь общие представления о ее производственной и финансовой деятельности, т. е. о том, насколько эффективно корпорация работает и приносит приемлемую прибыль.

Пятая особенность состоит в том, что корпоративная форма организации предпринимательской деятельности особенно рациональна при отделении собственности от управления, так как допускает довольно частые изменения в составе собственников (в связи с переходом прав собственности на акции) без нарушения нормальной деятельности компании. Множество акций разных корпораций на мировом финансовом рынке постоянно переходят от одних владельцев к другим, не оказывая отрицательного влияния на качество управления компаниями.

В практике США корпорации вправе занимать денежные средства и владеть собственностью, выступать истцом и ответчиком, заключать контракты с партнерами. Корпорация может быть генеральным или ограниченным контрагентом в товариществе, а также владеть акциями другой акционерной компании. Поэтому учредить ее сложнее, чем организовать другие формы бизнеса.

Формирование корпорации начинается с подготовки учредительных документов — договора и устава. Учредительный договор содержит ряд сведений, включая название корпорации, ожидаемый срок ее деятельности (в большинстве случаев он неограничен), цель бизнеса, имена ее владельцев и руководителей, количество разрешенных к выпуску акций, объем оплаченного акционерного капитала и др. После получения разрешения от властей штата

выпускают устав корпорации, утверждающий ее как юридическое лицо, и устанавливают условия ее деятельности.

В крупных корпорациях акционеры (совладельцы) и менеджеры – это обычно разные группы лиц. Акционеры избирают правление (Совет директоров), правление назначает ведущих менеджеров, которые отвечают за управление делами корпорации в интересах акционеров. Номинально акционеры контролируют деятельность корпорации посредством избрания Совета директоров (Наблюдательного совета).

В результате разделения собственности корпоративная форма организации бизнеса обладает рядом преимуществ. Доля капитала, представленная акциями, может быть передана другим владельцам, и поэтому период существования корпорации не лимитирован. Она осуществляет привлечение долевого и долгового капитала от своего имени. В результате акционеры несут ограниченную ответственность за долговые обязательства корпорации. Самое большое, что они могут потерять, – это денежные средства, которые они вложили в ее акции. Относительная простота передачи собственности, ограниченная ответственность акционеров за ее долги, неограниченный период жизни – неоспоримые преимущества корпоративной формы организации бизнеса.

Если корпорации необходим дополнительный собственный капитал, то она вправе выпустить новые пакеты акций и привлечь сторонних инвесторов. У крупных корпораций США (АТТ, Ford, General Motors и др.) – сотни тысяч владельцев (акционеров). В таких случаях владение долями акционерного капитала может меняться, не оказывая при этом влияния на продолжение деятельности корпорации.

Существенным недостатком корпоративной организации является ее двойное налогообложение. Как юридическое лицо корпорация уплачивает налог на прибыль (доход). Дивиденды акционеров как их личный доход также облагаются налогом. Однако и в этом случае неудобство возникает лишь в определенных обстоятельствах. На практике существуют способы, позволяющие избегать двойного налогообложения. Например, малые компании в форме товарищества уплачивают только налог на прибыль. В условиях острой потребности в капитале, характерной для развитой рыночной

экономики, проявилась несостоятельность единоличной собственности и товарищества, в результате чего корпорация стала важнейшей организационной формой современного бизнеса. Корпорация в форме акционерной компании имеет много разновидностей во всем мире. Правила поведения на рынке меняются от страны к стране, но главные характеристики – коллективная (публичная) форма собственности и ограниченная ответственность – остаются. Такие фирмы часто называют акционерными или публичными компаниями с ограниченной ответственностью в зависимости от их специфики и страны происхождения.

Одной из ведущих форм организации финансового капитала являются холдинговые компании. В настоящее время холдинги функционируют на Западе во всех важнейших отраслях хозяйства: промышленность, транспорт, связь, торговля, банковское дело и др. Название «холдинговая компания» происходит от английского глагола *to hold* – держать. Это особый тип финансовой компании, которую создают для владения контрольными пакетами акций других фирм с целью контроля и управления их деятельностью.

В современных условиях практически все крупнейшие корпорации США, Канады, ЕЭС, Японии имеют холдинговую структуру, т. е. во главе многочисленных фирм, входящих в концерн, находится холдинг, контролирующий контрольные пакеты акций всех дочерних компаний, что придает корпорации целостность и управляемость.

Существуют два типа холдинга:

- 1) чистый холдинг, выполняющий только контрольно-управленческие и финансовые функции;
- 2) смешанный холдинг, включающий также предпринимательскую деятельность – производственно-торговую, кредитно-финансовую и др.

Холдинговые компании – важное звено так называемой системы участия, при помощи которой финансисты подчиняют себе формально независимые компании, располагающие капиталом, который во много раз превосходит их собственный. Холдинги, приобретая контрольный пакет акций той или иной компании, получают возможность назначать своих представителей в Совет директоров и другие органы управления подконтрольной фирмы. Для уста-

новления контроля над другими фирмами холдинги (материнские компании) широко используют систему долевого участия в акционерном капитале других организаций. Материнская компания в состоянии обеспечить полный контроль над дочерними фирмами, не обязательно обладая 100 % их акционерного капитала. Материнская компания доминирует, имея 51 % акций дочерней фирмы. На практике существуют и другие формы взаимного владения капиталом: круговой, перекрестный и иные холдинги. В последние годы в западных странах наблюдается процесс объединения, слияния и поглощения одних компаний другими.

Горизонтальная интеграция предполагает, что холдинговые компании можно создавать посредством последовательного присоединения или получения контроля над фирмами, которые объединены одним видом бизнеса (машиностроение, пищевая промышленность, связь и т. д.).

Основная цель формирования таких холдингов — завоевание новых сегментов товарного рынка. Вертикальная интеграция вызвана необходимостью объединения компаний единого технологического цикла (от приобретения сырья и материалов до выпуска и реализации готовой продукции) в рамках одного холдинга. Целью такого объединения различных фирм является снижение общих издержек на производство и сбыт готовой продукции (услуг), достижение ценовой стабилизации и повышение стоимости компании (например, объединение электростанции с угольным разрезом). Последовательная интеграция предполагает образование новых фирм и последующего их присоединения к материнской компании.

Перечисленные процедуры образования холдинговых компаний можно осуществлять следующим образом:

- путем скупки акций на вторичном фондовом рынке специальными брокерскими фирмами;
- путем обмена акциями, специально эмитированными поглощающей компанией, для обмена их на пакеты акций поглощаемых фирм;
- посредством создания специальной управляющей компании, которой учредители передают пакеты акций отдельных компаний, включаемых в холдинг;

– с помощью передачи ключевых для данного вида бизнеса патентов, авторских прав, ноу-хау.

Таким образом, преимущества холдинговых компаний состоят в следующем.

1. Значимый контроль в виде доли в собственном капитале. Такой контроль возникает в том случае, если холдинговая компания владеет 25 % обыкновенных акций и более, но он может иметь место и при 10 %-ном пакете, если акции значительно распылены между акционерами. В отдельных случаях для установления значимого контроля могут быть налажены отношения с крупными акционерами, не работающими непосредственно в компании (аутсайдерами).

2. Элиминирование (нейтрализация) рисков. Снижения рисков достигают за счет того, что отдельные компании внутри системы холдинга являются самостоятельными юридическими лицами и обязательства любой из них отделены от обязательств других компаний. Поэтому высокие финансовые потери, возникшие у одного из участников холдинга, не приводят к необходимости их возмещения за счет других членов. Однако на практике материнская компания часто вынуждена оказывать финансовую помощь своим филиалам ради удержания покупателей товаров (услуг), осуществления программы начальных инвестиций, предоставления гарантий банку – кредитору своей дочерней компании и т. д.

Слияние – это лишь один из способов объединения потенциала двух и более компаний. Многие из них заключают соглашения и кооперации и образуют так называемые корпоративные альянсы, близкие по своей сущности компаниям. Если при слиянии объединяют все активы, вовлекаемые в сделки компаний, а также управленческий и технический опыт, то альянс позволяет компаниям создать структуру, которая концентрирует свои усилия на определенном виде бизнеса (освоение новых технологий, продуктов и рынков сбыта). Тем самым создается синергетический потенциал.

Альянс существует во многих формах от соглашения, непосредственно ориентированного на рынок, до совместной собственности и операций международного масштаба. Одной из форм корпоративного альянса является совместное предприятие, в котором ряд компаний объединяются для достижения определенных целей

(перекрестное лицензирование, консорциумы, совместная заявка на торги, франчайзинг ресурсов фирм и т. д.).

Большинство крупных корпораций осуществляют зарубежные операции и являются транснациональными компаниями (ТНК), и здесь холдинговая организация бизнеса особенно необходима, так как прямой контроль над зарубежными филиалами (проверки, инспекции) затруднен.

В индустриально развитых странах (США, Канада, ЕЭС, Япония) корпорации становятся транснациональными по причине:

- поиска и освоения новых рынков сбыта товаров;
- поисков источников сырья и энергоресурсов;
- поиска новых технологий;
- диверсификации, которая позволяет обезопасить корпорацию от неблагоприятной экономической или политической ситуации в одной стране.

Этого достигают путем организации производства и сбытовой сети по всему миру, обхода политических барьеров и мер по контролю.

Некоторые западные ученые-экономисты придерживаются мнения, что основная задача управленческого персонала корпорации заключается в максимизации прибыли, а не богатства акционеров. При определенных условиях (равнодоступности информации для всех менеджеров) достижение этих целей предполагает принятие идентичных финансовых и инвестиционных решений. Однако в условиях несовершенного рынка часто неизвестны будущие доходы и расходы, и поэтому сама прибыль является вероятностной величиной. Максимизировать прибыль как вероятностную величину в обстановке неопределенности и риска не представляется возможным. В отличие от критерия прибыли текущую рыночную стоимость акционерного капитала можно определить с высокой степенью достоверности, так как известна цена акций корпорации на фондовом рынке. Таким образом, в отличие от параметра максимизации прибыли критерий максимизации благосостояния акционеров (через рост курсовой стоимости принадлежащих им акций) более четко определяет ключевую задачу менеджеров в условиях неопределенности будущих доходов и расходов корпорации.

Контрольные вопросы

1. Каковы основные принципы организации корпоративных финансов?
2. Что означает понятие «финансовый менеджмент»?
3. Назовите основные отличительные характеристики обществ и товариществ.
4. Перечислите основные виды товариществ согласно российскому законодательству.
5. Назовите отличительные особенности акционерных обществ.
6. Каковы основные отличительные черты корпорации?
7. Что такое «холдинг» и какие существуют виды холдинговых компаний? Назовите преимущества холдинговых компаний.

Тема 2. ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ПРОЕКТЫ И МЕТОДЫ ИХ ФИНАНСИРОВАНИЯ

2.1. Инвестиционные проекты и их классификация

Термин **инвестиция** входит в число наиболее часто используемых понятий в экономике, в особенности в экономике, находящейся в процессе трансформации или испытывающей подъем. Это понятие происходит от латинского *investio* — «одеваю» и подразумевает долгосрочное вложение капитала в экономику внутри страны и за границей. В руководствах по инвестиционной деятельности его, как правило, трактуют в широком смысле, понимая под инвестицией «расходование ресурсов в надежде на получение доходов в будущем, по истечении достаточно длительного периода времени».

В приведенном определении отметим два ключевых момента. Во-первых, речь идет о «надежде на получение дохода в будущем», которая, естественно, не является предопределенной. Иными словами, любая инвестиция рискованна в том смысле, что надежда на получение дохода может и не оправдаться. Делая инвестицию, инвестор фактически отказывается от возможности потребления средств «сегодня», полагая, что «завтра» он сможет не только вернуть вложенные средства, но и получить некоторый доход с устраивающей его нормой прибыли. Поскольку в экономике безрисковых операций практически не существует, подобный отказ от текущего потребления с очевидностью рискован по своей сути. Не случайно инвестицию трактуют как «отказ от определенной ценности в настоящий момент за (возможно, неопределенную) ценность в будущем».

Во-вторых, инвестиции чаще всего связывают с долгосрочным вложением капитала. Однако можно дать и более общее определение, согласно которому под инвестицией понимаются оцененные в стоимостной оценке расходы, сделанные в ожидании будущих доходов. В этом случае в зависимости от горизонта инвестирования инвестиции можно классифицировать на **долгосрочные** и **краткосрочные**. Поскольку подобное подразделение с очевидностью всегда является весьма условным, приведенное определение вполне приемлемо; иными словами, признак долгосрочности по существу

не является системообразующим при введении понятия «инвестиция». Данный подход стал особенно актуальным в связи с развитием финансовых инвестиций. Дело в том, что в отношении вложений на рынке ценных бумаг никогда нельзя сказать с определенностью, как долго эти вложения будут иметь место. Не исключено, что при изменении конъюнктуры рынка от приобретенных ценных бумаг, т. е. объекта инвестирования, придется избавиться – продать их.

Традиционно различают два вида инвестиций – **финансовые** и **реальные**. Первые представляют собой вложение капитала в долгосрочные финансовые активы – паи, акции, облигации; вторые – в развитие материально-технической базы предприятий производственной и непроизводственной сфер.

За реальными инвестициями в российском законодательстве закреплен специальный термин «капитальные вложения», под которыми понимаются инвестиции в основной капитал (основные средства), в том числе затраты на новое строительство, расширение, реконструкцию и техническое перевооружение действующих предприятий, приобретение машин, оборудования, инструмента, инвентаря, проектно-изыскательские работы и др. Инвестиционная деятельность имеет исключительно важное значение, поскольку создает основы для стабильного развития экономики в целом, отдельных ее отраслей, хозяйствующих субъектов. Не случайно она регулируется на уровне страны и отдельных субъектов РФ. Основным регулятором в отношении реальных инвестиций на уровне страны является Федеральный закон от 25 февраля 1999 г. № 39-ФЗ «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений».

Именно в упомянутых законодательных актах можно найти определения ключевых понятий инвестиционного процесса. В частности, согласно Федеральному закону № 39-ФЗ под инвестицией понимаются «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», а инвестиционная деятельность есть «вложение инвестиций и осуществление практических действий

в целях получения прибыли и/или достижения иного полезного эффекта». На практике нередко термин «инвестиция» понимается в обобщенном смысле как вкладываемые активы и/или как собственно процесс вложения.

Реальные инвестиции, как правило, оформляются в виде так называемого **инвестиционного проекта**. Согласно Закону № 39-ФЗ «инвестиционный проект есть обоснование экономической целесообразности, объема и сроков осуществления капитальных вложений, в том числе необходимая проектно-сметная документация, разработанная в соответствии с законодательством Российской Федерации и утвержденными в установленном порядке стандартами (нормами и правилами), а также описание практических действий по осуществлению инвестиций (бизнес-план)».

Итак, если следовать букве закона, то инвестиционный проект трактуется как набор документации, содержащий два крупных блока документов:

1) документально оформленное обоснование экономической целесообразности, объема и сроков осуществления капитальных вложений, включая необходимую проектно-сметную документацию, разработанную в соответствии с законодательством РФ и утвержденную в установленном порядке стандартами (нормами и правилами);

2) бизнес-план как описание практических действий по осуществлению инвестиций.

Однако на практике инвестиционный проект не сводится к набору документов, а понимается в более широком аспекте как последовательность действий, связанных с обоснованием объемов и порядка вложения средств, их реальным вложением, введением мощностей в действие, текущей оценкой целесообразности поддержания и продолжения проекта и итоговой оценкой результативности проекта по его завершении. В этом случае инвестиционному проекту свойственна определенная этапность, т. е. он развивается в виде предусмотренных фаз (стадий), а набор документов, обосновывающих его целесообразность и эффективность, выступает лишь одним из элементов, хотя и ключевых, проекта в целом.

Объектами **капитальных вложений** в Российской Федерации являются находящиеся в частной, государственной, муниципальной и иных формах собственности различные виды вновь создаваемого и/или модернизируемого имущества. Капитальные вложения в объекты, создание и использование которых не соответствует законодательству РФ и утвержденным в установленном порядке стандартам (нормам и правилам), запрещены.

Субъектами инвестиционной деятельности являются инвесторы, заказчики, подрядчики, пользователи объектов капитальных вложений и другие лица. Инвесторами, т. е. лицами, осуществляющими капитальные вложения, могут быть физические и юридические лица, создаваемые на основе договора о совместной деятельности и не имеющие статуса юридического лица объединения юридических лиц, государственные органы, органы местного самоуправления, а также иностранные субъекты предпринимательской деятельности (иностранцы инвесторы).

В качестве заказчиков по инвестиционному проекту могут выступать как собственно инвесторы, так и уполномоченные ими физические и юридические лица. Непосредственные работы по возведению производственных мощностей в соответствии с требованиями проекта осуществляются подрядчиками, под которыми понимаются физические и юридические лица, выполняющие работы по договору подряда и/или государственному контракту, заключаемым с заказчиками в соответствии с Гражданским кодексом РФ. Подрядчики обязаны иметь лицензию на осуществление ими тех видов деятельности, которые подлежат лицензированию в соответствии с федеральным законом.

Пользователями объектов капитальных вложений могут выступать как инвесторы, так и любые физические и юридические лица, в том числе иностранные, а также государственные органы, органы местного самоуправления, иностранные государства, международные объединения и организации, для которых создаются указанные объекты.

Субъекту инвестиционной деятельности законом разрешено совмещение функций двух и более субъектов, если иное не установлено договором и (или) государственным контрактом, заключаемыми между ними.

Все инвесторы имеют равные права на осуществление инвестиционной деятельности, самостоятельное определение объемов и направлений капитальных вложений, владение, пользование и распоряжение объектами капитальных вложений и результатами осуществленных инвестиций, а также осуществление других прав, предусмотренных договором и/или государственным контрактом в соответствии с законодательством РФ. Вместе с тем инвесторы несут ответственность за нарушение законодательства РФ и обязаны в установленном порядке возместить убытки в случае прекращения или приостановления инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений.

Государство не только регулирует инвестиционную деятельность, но и гарантирует всем субъектам инвестиционной деятельности независимо от форм собственности: а) обеспечение равных прав при осуществлении инвестиционной деятельности; б) гласность в обсуждении инвестиционных проектов; в) право обжаловать в суд решения и действия (бездействие) органов государственной власти, органов местного самоуправления и их должностных лиц; г) защиту капитальных вложений.

Управленческие решения по поводу целесообразности инвестиций (в особенности реальных), как правило, относятся к решениям стратегического характера. Они требуют тщательного аналитического обоснования в силу целого ряда причин. Во-первых, любая инвестиция требует концентрации крупного объема денежных средств. Во-вторых, инвестиции, как правило, не дают сиюминутной отдачи и вследствие этого возникает эффект иммобилизации собственного капитала, когда средства омертвлены в активах, которые, возможно, начнут приносить прибыль лишь через некоторое время. В-третьих, в подавляющем большинстве случаев инвестиции делаются с привлечением заемного капитала, а потому предполагают обоснование структуры источников, оценка стоимости их обслуживания и формулирование аргументов, позволяющих привлечь потенциальных инвесторов.

С позиции управленческого персонала компании **инвестиционные проекты** могут быть классифицированы по различным основаниям.

Предназначение инвестиции — это ключевой признак при классификации проектов, в соответствии с которым можно выделить семь основных причин инвестирования, а следовательно, и групп проектов: 1) инвестиции в повышение эффективности производства; 2) инвестиции в расширение действующего производства; 3) инвестиции в создание производственных мощностей при освоении новых сфер бизнеса; 4) инвестиции, связанные с выходом на новые рынки сбыта; 5) инвестиции в исследования и разработку новых технологий; 6) инвестиции преимущественно социального предназначения; 7) инвестиции, осуществляемые в соответствии с требованиями закона.

Инвестиции в повышение эффективности производства. Деятельность любой компании связана прежде всего с извлечением прибыли, представляющей собой превышение доходов над затратами. Первый фактор — доходы — с позиции фирмы управляем лишь частично, поскольку существенную роль играет конкурентная среда. Вторым фактором — затраты — уже более управляем, по крайней мере, путем выбора ресурсосберегающих технологий, более экономичного оборудования, лучшей организации труда, повышения квалификации работников и т. п. можно добиться относительного сокращения затрат, а следовательно, повышения эффективности производства.

Инвестиции в расширение действующего производства. Речь идет о банальном наращивании производственных мощностей ввиду возрастающей емкости рынков сбыта. Докупается аналогичное по техническим характеристикам оборудование, доукомплектовывается штат работников, расширяются закупки сырья и материалов у традиционных поставщиков.

Инвестиции в создание производственных мощностей при освоении новых сфер бизнеса. Одним из ключевых требований рациональной организации бизнеса является его диверсификация, смысл которой заключается в развитии в рамках фирмы производств, различающихся видом продукции. Две основные причины: во-первых, сглаживается колебание прибыли по годам (спад в одном секторе экономики может сопровождаться ростом в другом) и, во-вторых, осваиваются новые перспективные секторы, потенциально обещающие прибыль в будущем.

Инвестиции, связанные с выходом на новые рынки сбыта. Подобные проекты чаще всего предусматривают расширение производства (если нет перенасыщенности производимой продукцией традиционного рынка), вместе с тем они имеют и определенную специфику. Суть ее заключается в том, что при расширении рынков сбыта принципиальные конструктивные изменения в продукцию не вносятся, но могут быть не критические изменения и доработки, обусловленные, например, национальными, климатическими и другими особенностями нового рынка. Кроме того, появляется необходимость в развитии средств доставки, рекламы, обслуживания и др.

Инвестиции в исследования и разработку новых технологий. Подобные проекты в современном динамично развивающемся мире играют исключительно важную роль. Крупные компании тратят весьма солидные суммы на исследования и разработки, отчетливо понимая, что результат реализации подобных проектов не является предсказуемым.

Инвестиции преимущественно социального предназначения. Цель подобных инвестиций — обеспечение некоторого социального преимущества, хотя достижение косвенного экономического эффекта не исключается. Примеры подобных проектов: строительство рекреационных центров, домов отдыха, спортивных центров и др.

Инвестиции, осуществляемые в соответствии с требованиями закона. Инвестиции в рамках ранее рассмотренных групп с очевидностью носят инициативный характер, т. е. инвестор, руководствуясь собственными аргументами, принимает решение о целесообразности разработки и реализации того или иного проекта. Однако могут быть и другие ситуации, когда инвестор вынужден внедрять некий проект. В частности, любое государство в той или иной степени озабочено состоянием здоровья нации, духовным и интеллектуальным развитием граждан. В связи с этим периодической ревизии подвергаются требования к бизнесу в отношении сохранения окружающей среды, повышения безопасности пользования производимой продукцией, степени эксплуатации работников и др. Соответствующие инвестиции могут быть как самостоятельными проектами (например, строительство новых очистных сооружений), так и субпроектами в рамках крупной инвестиционной

программы. Изначально инициатором таких проектов выступает государство, однако по мере социально-экономического прогресса сами компании и общественные организации могут инициировать соответствующие капиталовложения.

Величина требуемых инвестиций. Инвестиционные проекты существенно различаются по объему требуемых инвестиций, продолжительности периода освоения капиталовложений, сроку «эксплуатации» проекта. На практике это находит отражение в классификации проектов на крупные, традиционные и мелкие, причем обычно в качестве критерия отнесения проекта к той или иной группе берется объем капиталовложений. Безусловно, эта и некоторые подобные ей классификации проектов не являются строго определенными, т. е. в известном смысле они достаточно условны. Иными словами, какой проект считать традиционным, а какой мелким – сугубо частное дело, т. е. соответствующих строгих критериев не может существовать в принципе. В частности, градация проектов по объему требуемых инвестиций чаще всего зависит от размеров самой компании, поскольку очевидно, что в солидной финансово-промышленной группе и небольшом заводе по производству мебели используемые критерии отнесения анализируемого проекта к крупному или мелкому существенно различаются. Несмотря на известную условность, смысловая нагрузка подразделения проектов на крупные, традиционные и мелкие достаточно существенна. Дело в том, что проекты из разных групп, как правило, находятся в компетенции руководителей различного уровня. Так, в крупной фирме является обычной практикой ограничения объема капиталовложений, которым вправе распоряжаться менеджер того или иного уровня; что касается амбициозных и затратоемких проектов, то решение об их целесообразности обычно принимается на самом высоком уровне (например, советом директоров или на собрании акционеров).

Существуют и другие причины, обуславливающие необходимость рассматриваемой классификации, – это, в частности, поиск соответствующих источников финансирования, различие в оценке риска и последствий в случае того или иного развития событий на рынке товаров и услуг и т. п. Так, если мелкий проект может быть профинансирован за счет собственных источников, то для реали-

зации крупного проекта необходимо привлечение дополнительных источников, что связано с оценкой риска, необходимостью обеспечения полученных кредитов и займов, оценкой средневзвешенной стоимости источников и др.

Тип предполагаемого эффекта. Цели, которые ставятся при оценке проектов, могут быть различными, а результаты, получаемые в ходе их реализации, не обязательно носят характер очевидной прибыли. Могут быть проекты, сами по себе убыточные в экономическом смысле, но приносящие косвенный доход за счет обретения стабильности в обеспечении сырьем и полуфабрикатами, выхода на новые рынки сырья и сбыта продукции, достижения некоторого социального или экологического эффекта, снижения затрат по другим проектам и производствам и др. В этом случае традиционные показатели эффекта, а также критерии оценки целесообразности принятия проекта, основанные на формализованных алгоритмах, могут уступать место неким неформализованным критериям.

Несложно обособить шесть видов эффекта: 1) наращивание объемов производства; 2) сокращение затрат, сопровождающееся получением дополнительной прибыли; 3) снижение риска производства и сбыта; 4) новое знание (технология); 5) политико-экономический эффект и 6) социальный эффект.

Наращивание объемов производства. Проекты этого типа ориентированы на расширение традиционного производства. Здесь эффект в увеличении доли рынка продукции, контролируемой данной фирмой, и в получении дополнительных прибылей при сохранении уровня рентабельности продукции. На самом деле и в этом случае может иметь место рост рентабельности, в частности, могут проявляться эффект от масштаба и относительное снижение общепроизводственных расходов.

Сокращение затрат. Проекты данного типа имеют целью сокращение затрат либо по какому-нибудь действующему производству (технологической линии, производственному участку), либо по компании в целом, что при прочих равных условиях приводит к росту прибыли и рентабельности. Подобные проекты носят в основном вспомогательный, обеспечивающий характер.

Снижение риска производства и сбыта. Проекты этой группы нацелены на снижение рисковости производственной и коммерческой деятельности фирмы. В качестве примеров можно привести проекты, связанные с переоснащением компании более надежным оборудованием, внедрением менее рискованной технологии снабжения сырьем и материалами, внедрением технологии контроля за состоянием и тенденциями изменения на рынке продукции и др. Эти проекты не приносят непосредственно идентифицируемой с ними прибыли, однако они сопровождаются косвенным экономическим эффектом.

Новое знание (технология). Это проекты инновационного характера, направленные на формирование нового знания. Подобные проекты с очевидностью носят затратный характер, вместе с тем предполагается, что впоследствии при внедрении разработок в практику будет получен и экономический эффект.

Политико-экономический эффект. Проекты этой группы, как правило, имеют место при освоении новых рынков сбыта и в той или иной степени предназначены для решения задач, имеющих прежде всего политическую подоплеку.

Социальный эффект. Проекты, предназначенные для получения социального эффекта, не являются какой-то редкостью; безусловно, они имеют место прежде всего при реализации государственных и муниципальных программ, однако и в крупных компаниях подобные проекты возможны. Достаточно упомянуть о проектах, связанных с повышением квалификации работников фирмы, строительством центров релаксации и физического развития.

Тип отношений. Весьма важным в анализе инвестиционных проектов является выделение различных отношений взаимозависимости. Два анализируемых проекта называются *независимыми*, если решение о принятии одного из них не сказывается на решении о принятии другого.

Если два и более анализируемых проектов не могут быть реализованы одновременно, т. е. принятие одного из них автоматически означает, что оставшиеся проекты должны быть отвергнуты, то такие проекты называются *альтернативными*, или *взаимоисключающими*. Подразделение проектов на независимые и альтернативные имеет особо важное значение при комплектовании инвести-

ционного портфеля в условиях ограничений на суммарный объем капиталовложений.

Проекты связаны между собой отношениями комплементарности, если принятие нового проекта способствует росту доходов по одному или нескольким другим проектам. Выявление отношений комплементарности подразумевает приоритетность рассмотрения проектов в комплексе, а не изолированно. Это имеет особое значение, когда принятие проекта по выбранному основному критерию не является очевидным — в этом случае должны использоваться дополнительные критерии, в том числе и наличие и степень комплементарности.

Проекты связаны между собой отношениями *замещения*, если принятие нового проекта приводит к некоторому снижению доходов по другому.

Тип денежного потока. С любым проектом увязывается денежный поток как череда инвестиций и поступлений. Поток называется *ординарным*, если он состоит из исходной инвестиции, сделанной единовременно или в течение нескольких последовательных базовых периодов, и последующих притоков денежных средств; если притоки денежных средств чередуются в любой последовательности с их оттоками, поток называется *неординарным*. Выделение ординарных и неординарных потоков чрезвычайно важно при выборе того или иного критерия оценки, поскольку, как будет показано в дальнейшем, не все критерии справляются с ситуацией, когда приходится анализировать проекты с неординарными денежными потоками.

Отношение к риску. Инвестиционные проекты различаются по степени риска: наименее рисковы проекты, выполняемые по государственному заказу; наиболее рисковы проекты, связанные с созданием новых производств и технологий.

2.2. Методы финансирования инвестиционных проектов

Под **проектным финансированием** понимается строго целевой характер использования выделяемых средств на нужды выполнения конкретного инвестиционного проекта. Проектное финансирование используется в основном для финансирования инвестиционных проектов, связанных с капиталовложениями в реальные, а не в финансовые активы. В частности, оно служит важнейшим способом финансирования так называемых инновационных проектов, направленных на разработку и освоение новых видов продукции и новых технологических процессов. Проектное финансирование может быть внутренним и внешним.

Внутреннее финансирование обеспечивается из средств предприятия, планирующего осуществить тот или иной инвестиционный проект, — за счет поступлений от операционной деятельности, продажи избыточных активов и пр. Как правило, для принятия решения о выделении средств на внутреннее проектное финансирование требуется составление технико-экономического обоснования и так называемого внутреннего бизнес-плана соответствующего инвестиционного проекта. Последний в этом случае представляет собой преимущественно «план действий», т. е. план мероприятий по реализации инвестиционного проекта.

Чтобы финансирование инвестиционного проекта из внутренних источников предприятия стало действительно проектным, на предприятии в интересах достаточно крупных проектов могут создаваться механизмы, задачей которых выступает обособление бюджета каждого начинаемого проекта. Это делается, например, с помощью:

- налаживания системы контроллинга, в котором в качестве источников затрат рассматриваются не виды деятельности (выпускаемой продукции), а инвестиционные проекты;
- создания под начинаемые проекты временных проектных подразделений («внутренних венчуров»);
- выделения или учреждения специализированных на проектах дочерних фирм, стопроцентно принадлежащих материнской компании, балансы которых подлежат консолидации с балансом материнского предприятия.

Во внешнем проектном финансировании различают заемное и доленое, а также смешанные формы финансирования. Особой разновидностью внешнего проектного финансирования может быть и бюджетное финансирование в виде проектных субсидий, государственных гарантий и целевых инвестиционных налоговых льгот.

Заемное проектное финансирование

Главными формами заемного проектного финансирования выступают: 1) инвестиционный банковский кредит, включая специализированную инвестиционную кредитную линию; 2) целевые облигационные займы; 3) лизинг оборудования, приобретение которого предусмотрено в бизнес-плане проекта; 4) приобретение необходимых для проекта активов с оплатой их в рассрочку (коммерческий проектный кредит).

Инвестиционный кредит как форма целевого проектного финансирования характеризуется следующими особенностями.

1. Инвестиционные кредиты являются долгосрочными, их срок сопоставим со сроком окупаемости финансируемого инвестиционного проекта.

2. Для получения инвестиционного кредита в банк необходимо представить основательно проработанный *бизнес-план инвестиционного проекта*, который должен быть не только оформлен в одном из принятых для этого форматах (например, Project Explorer), но и подкреплен соответствующими проведенными маркетинговыми исследованиями, обоснован необходимыми опирающимися на рыночные расценки калькуляциями, планами по прибылям и убыткам, денежным потокам, инвестиционными расчетами. На все это обычно требуется выделение за счет инициатора проекта (заемщика) так называемого «посевого капитала» (Seed Capital), размер которого может достигать (при истребовании особенно большого кредита) 5–6 % запрашиваемой суммы.

3. По испрашиваемому кредиту нужно предоставить *адекватное имущественное обеспечение* в виде залога имущества, гарантий и поручительств третьих лиц (возможно, других банков, государственных органов, имеющих право распоряжаться специально резервируемыми для этого в бюджетах разного уровня средствами,

материнских и аффилированных компаний, совладельцев фирмы-заемщика и пр.). При этом рыночная стоимость имущественного залога, оцениваемая за счет заемщика лицензированными оценщиками соответствующего имущества, должна превышать сумму кредита, так как в случае ненадлежащего обслуживания заемщиком своего долга кредитор, чаще всего рефинансирующий предоставление кредита, в свою очередь, взятием средств займа, будет вынужден срочно продавать заложенное имущество по его более низкой, чем рыночная, ликвидационной стоимости. Необходимое превышение рыночной (оценочной) стоимости имущественного обеспечения над суммой кредита зависит от степени **ликвидности** активов, предоставляемых в качестве залога, и сложности для кредитора процедур вхождения в права собственности на заложенное имущество и физического распоряжения им.

4. Получение инвестиционного кредита возможно лишь тогда, когда кредитор уверен в том, что *финансовое состояние заемщика благополучно* и позволит ему нормально расплачиваться за кредит. Для этого от заемщика требуется предоставление кредитору исчерпывающей стандартной информации о своем финансовом состоянии, а также готовность предоставить на этот счет любые дополнительные сведения и даже допустить представителей кредитора к проведению собственного анализа финансового состояния заемщика.

5. В кредитном соглашении по инвестиционному кредиту обычно предусматривается какой-либо достаточно надежный специальный *механизм контроля кредитора за целевым расходованием* денег, выделяемых на конкретный инвестиционный проект. Таким механизмом способно оказаться, например, открытие в банке-кредиторе особого счета, куда помещаются выделяемые под проект средства и с которого их снять можно только на оплату предусмотренных в бизнес-плане проекта капитальных и текущих (в начальный период проекта) затрат (причем зачастую при наделении банка правом второй подписи на соответствующих платежных поручениях).

6. Для инвестиционного кредита свойственно то, что льготный период по нему (т. е. период, когда еще не надо приступать к выполнению оговоренного графика погашения основной части долга) является сравнительно длительным. Это облегчает обслужи-

вание кредита, но увеличивает его стоимость, так как регулярные процентные платежи постоянно исчисляются с одной и той же еще непогашенной суммы долга.

Инвестиционные кредитные линии отличаются от инвестиционного кредита тем, что заемщик получает право в пределах объема кредитной линии и определенного длительного периода времени по мере возникновения потребности в финансировании отдельных капитальных затрат по проекту брать отдельные кредиты (**транши**) на суммы текущей потребности в упомянутых капитальных затратах. Для заемщика это означает экономию на процентном обслуживании кредитных сумм, превышающих текущие потребности финансирования проекта. Для кредитора выделение кредитной линии вместо единовременного предоставления крупного кредита облегчает рефинансирование (изыскание на стороне) необходимых кредитных средств и уменьшает кредитный риск, поскольку в этом случае в каждый отдельно взятый момент времени риску невозврата подвергается меньший объем средств.

Процентная ставка в кредитной линии, по которой в счет этой линии выдаются отдельные транши, как правило, является плавающей – привязанной, например, к текущей ставке рефинансирования Центрального банка.

Целевые облигационные займы представляют собой выпуск предприятием – инициатором инвестиционного проекта особых долгосрочных облигаций, средства от размещения которых на рынке пойдут, как обещает предприятие, исключительно на финансирование объявленного инвестиционного проекта.

Идея целевых облигационных займов довольно проста: вместо того чтобы обращаться за инвестиционным кредитом к одному кредитору (банку), можно попытаться получить такой же кредит от многих кредиторов, которыми и будут те, кто приобретет рассматриваемые облигации. При этом предприятие-заемщик получает следующие преимущества:

– под подобный кредит каждому кредитору (держателю облигации) по отдельности не нужно предоставлять специальное имущественное обеспечение, так как это нетипично для условий выпуска долгосрочных облигаций;

– значительному числу владельцев облигаций при возникновении необходимости отстаивать свои интересы будет трудно координировать свои действия (подавая, например, консолидированные иски в суд на арест и принудительную продажу части имущества должника, который не обеспечивает выплату купонных доходов, т. е. процентных платежей по облигациям);

– отпадает необходимость разработки бизнес-плана инвестиционного проекта – в проспекте эмиссии целевых облигаций будет содержаться лишь достаточно общее описание проекта, которое как максимум представляет собой лишь технико-экономическое обоснование проекта, а то и просто его описание в форме пояснительной записки к проекту (*managerial vision*);

– каждому потенциальному покупателю выпускаемых облигаций не нужно по отдельности показывать внутреннюю финансовую информацию сверх той, что будет содержаться в проспекте эмиссии облигаций, и перед каждым из них не потребуется отчитываться за ход проекта;

– в случае осложнений с инвестиционным проектом предприятия-эмитенту (либо через **аффилированных** с ним третьих лиц) можно попытаться на вторичном рынке выкупить собственные же ранее размещенные облигации за гораздо меньшие суммы по сравнению с теми, которые были выручены от первичного размещения этих облигаций.

Лизинг оборудования предполагает, что оно сначала берется в аренду, а затем (возможно) выкупается по цене, равной его стоимости (оценочной или заранее оговоренной) на момент прекращения арендных отношений. Лизинг оборудования зачастую является более эффективной формой финансирования по сравнению с приобретением оборудования за счет собственных или заемных средств.

Приобретение в кредит (т. е. с оплатой в рассрочку, что равнозначно так называемому товарному или коммерческому кредиту) инвестиционных товаров (оборудования, недвижимости, нематериальных активов и пр.) также является формой целевого заемного финансирования рассматриваемого инвестиционного проекта. Подобная форма способна оказаться весьма эффективной тогда, когда, вместо того чтобы сначала на нужды приобретения необхо-

димых инвестиционных товаров брать банковский целевой инвестиционный кредит, можно получать в кредит услуги этих же инвестиционных товаров. Это экономит издержки транзакций и время.

Долевое проектное финансирование

Долевое финансирование инвестиционных проектов (особенно инновационных) может осуществляться в двух главных формах:

1) дополнительная эмиссия акций существующего в виде акционерного общества предприятия, объявляемая для нужд финансирования конкретного инвестиционного проекта;

2) учреждение специально для реализации инвестиционного проекта вновь создаваемого предприятия с привлечением в него соучредителей, которые делают денежный либо имущественный вклад в уставный капитал этого предприятия.

Дополнительная **эмиссия** акций, объявляемая для нужд финансирования конкретного инвестиционного проекта, на практике весьма редко осуществляется либо оказывается успешной.

Причины подобного способа финансирования инвестиционных проектов следующие.

1. Для приобретателей упомянутой дополнительной эмиссии акций (если соучредителям не предоставляется по закрытой подписке крупный пакет акций, дающий возможность провести своих представителей в органы управления акционерного общества) не существует гарантии, что в действительности их деньги не будут использованы на иные цели.

2. Необходимы как веские доказательства (подтвержденные надежным аудитом) финансовой устойчивости предприятия-эмитента, так и высокая степень его информационной прозрачности. Финансово кризисное предприятие тем более будет склонно использовать средства, получаемые в результате рассматриваемой целевой дополнительной эмиссии, для укрепления своего финансового положения (в особо кризисных случаях для погашения просроченной кредиторской задолженности).

3. Предприятие-эмитент должно пользоваться достаточным общественным доверием. Хорошим способом обеспечить его служит ранее проведенное им успешное первичное размещение акций и котировка их на престижной фондовой бирже.

4. Предприятие-эмитент не должно быть слишком многопрофильным. Профиль объявляемого инвестиционного проекта, как правило, должен соответствовать специализации эмитента. Данное обстоятельство укрепит уверенность инвесторов в том, что мобилизуемые посредством целевой дополнительной эмиссии фонды действительно будут направляться по назначению и принесут дивиденды.

Учреждение специально для реализации инвестиционного проекта вновь создаваемого предприятия с привлечением в него соучредителей является гораздо более популярным способом целевого долевого финансирования инвестиционных проектов (особенно инновационных). Целевое долевое финансирование проекта в этих случаях выступает в форме взносов сторонних соучредителей в уставные капиталы подобных предприятий. Причем такое финансирование совсем не обязательно является единовременным. Учредительский договор может предусматривать как постепенную оплату взносов в уставный капитал, так и его поэтапное пополнение путем осуществления заранее запланированных дополнительных эмиссий акций, осуществляемых в порядке закрытой (лимитируемой) подписки на вновь выпускаемые акции.

Смешанные формы проектного финансирования

К смешанным формам проектного финансирования относятся инновационный кредит; целевая дополнительная эмиссия конвертируемых акций (в том числе привилегированных); выпуск целевых конвертируемых облигаций.

Инновационный кредит представляет собой особую разновидность проектного кредита, предоставляемого предприятию, которое создается вновь (или выделяется) под определенный инновационный проект освоения новой продукции либо нового технологического процесса.

Отличительным признаком инновационных кредитов является то, что кредитор по условиям кредитного соглашения оставляет за собой право в любой момент конвертировать непогашенную по кредиту сумму основного долга в долевое участие в предприятии-заемщике. Величина пакета причитающихся кредитору акций оценивается по его рыночной (справедливой) стоимости, которая должна равняться сумме долга, непогашенной на момент конвертации.

Смысл выдачи инновационного кредита для кредитора заключается в следующем. Кредит выделяется после тщательного анализа бизнес-плана инновационного проекта в расчете на то, что если данный проект будет успешно выполняться, то спустя некоторое время при прогнозируемом в результате этого резком увеличении рыночной стоимости предприятия станет выгодно конвертировать его непогашенную по кредиту задолженность в значительное долевое участие в предприятии, которое пока еще не будет стоить много, но впоследствии будет быстро расти. При этом ожидается, что возможный выигрыш от перепродажи возросшей по своей стоимости доли участия в предприятии-заемщике будет серьезно превышать сумму процентных доходов по конвертируемой непогашенной части кредита.

Таким образом, основной мотив кредитора, предоставляющего инновационный кредит, часто связан с его планами получить курсовой доход по акциям заемщика (особенно если они будут размещены на фондовом рынке) или перехватить контроль над успешно развивающимся молодым инновационным предприятием.

Конечно, это не исключает того, что кредитор может все же потребовать специального имущественного обеспечения по инновационному кредиту. Однако в этом случае указанным обеспечением будет не столько имущество предприятия-заемщика, сколько гарантии или поручительства третьих лиц, в том числе учредителей нового предприятия-заемщика.

Дополнительная целевая эмиссия конвертируемых акций предполагает размещение акций, которые могут обмениваться на облигации заемщика, выпускающего акции для мобилизации средств под определенный проект. В этом случае заранее оговаривается ряд условий: 1) указывается момент времени, в который (или начиная с которого) акции целевой эмиссии можно предъявлять к обмену; 2) согласовываются срок облигаций, на которые будут обмениваться акции, их номинальная стоимость, уровень процентной ставки по ним и сроки выплаты процентов (купонного дохода); 3) вносится определенность в обменное соотношение, которое будет применяться при рассматриваемой конвертации (возможны как установление фиксированного соотношения, так и процедура оценки рыночной

стоимости обмениваемых акций и облигаций на момент конвертации и осуществление обмена по рыночному эквиваленту).

Считается, что описываемая форма смешанного проектного финансирования способна улучшить шансы успешного размещения дополнительной целевой эмиссии акций, если на момент их выпуска по поводу перспектив крупного и во многом решающего для предприятия проекта еще присутствует значительная неопределенность. Для потенциальных покупателей этих акций в случае выявившейся впоследствии неудачи целевого проекта появляется возможность получить взамен обесценивающихся акций долговые обязательства предприятия-эмитента. Это позволяет снизить их инвестиционный риск.

Выпуск целевых конвертируемых облигаций по своим условиям схож с дополнительной целевой эмиссией акций, но имеет смысл в ситуациях, когда конвертируемые облигации, вероятно, будут покупать лучше, чем обычные целевые облигации, поскольку это даст шанс либо получить в собственность (для последующей перепродажи) растущие в цене акции (если соответствующий крупный инвестиционный проект предприятия-эмитента будет успешно реализовываться), либо в итоге сконцентрировать в своих руках настолько значимый пакет акций, что это предоставит возможность участвовать в управлении предприятием, ставшим высокоэффективным в результате опять-таки успешного осуществления проекта.

Одним из альтернативных методов финансирования инвестиций, по отношению к традиционному банковскому кредитованию, является **выпуск облигационных займов**. Облигация как инструмент заимствования в большей степени отвечает современным условиям финансового рынка и обладает рядом преимуществ относительно других инструментов. К ним можно отнести следующие:

- возможность доступа напрямую (без посредника) к денежным ресурсам инвестора. При этом, поскольку величина денежной суммы долга, удостоверяемой одной облигацией, как правило, незначительна, эмитент получает доступ к ресурсам мелких инвесторов;
- малая вероятность вмешательства кредитора во внутренние дела заемщика ввиду раздробленности большого количества держателей облигаций;

– облигационные займы предоставляют больше возможностей для финансирования на долгосрочной основе;

– возможность оперативного управления структурой и объемом задолженности, их оптимизации в соответствии с изменяющимися условиями хозяйствования, как внутренними, так и внешними;

– функционирование вторичного рынка выявляет ориентиры, на которые опирается эмитент при выработке параметров новых облигационных выпусков. Ликвидный вторичный рынок своим существованием создает возможности для последующих выпусков облигаций эмитентом, поскольку именно высокая ликвидность облигаций является одной из их наиболее привлекательных для потенциальных инвесторов характеристик.

Широкий спектр облигаций, отличающихся дополнительными условиями, вносимыми в облигационное соглашение, возможность предложения новых условий и их комбинаций позволяют эмитенту выпускать долговые инструменты, максимально удовлетворяющие рыночному спросу на момент выпуска, и управлять рядом рисков, сопутствующих выпуску и обращению займа.

В отличие от традиционного банковского кредита погашение основного долга по облигационному займу происходит, как правило, в день окончания срока обращения займа. Данное обстоятельство делает возможным полное обслуживание долга за счет прибыли от реализации самого инвестиционного проекта.

Оформление долга в форме облигационного займа позволяет заемщику претендовать на меньшую стоимость заимствования и в конечном счете определяет возможность развития данного метода финансирования. Основными преимуществами облигационного заимствования с точки зрения кредитора являются возможности: 1) формирования эффективных портфелей с различной протяженностью и соотношением «риск – доход», учитывая большое разнообразие обращающихся на рынке облигаций по эмитентам, срокам обращения и дополнительным условиям и их высокую ликвидность; 2) оперативного управления инвестиционными портфелями через операции на вторичном рынке в соответствии с требованиями инвестора и меняющейся конъюнктурой рынка.

Увеличение доли финансирования посредством облигационных займов по сравнению с долей банковского кредитования оказывает положительное воздействие на эффективность и стабильность функционирования финансовой системы в целом, в чем заинтересованы заемщики и кредиторы одновременно. Среди позитивных последствий развития облигационного рынка можно выделить: 1) увеличение доли долгосрочного финансирования; 2) повышение информационной прозрачности рынка инвестиционных капиталов как следствие обязательного раскрытия эмитентом существенной информации о своей деятельности и о выпускаемых ценных бумагах; 3) рост объективности оценки кредитного риска по сравнению с банком, в котором принятие решения о выделении кредита может носить субъективный характер.

Развитый рынок корпоративных облигаций выявляет объективную шкалу процентных ставок по привлечению и размещению денежных ресурсов на различные сроки для эмитентов с различным **кредитным риском**. На эту шкалу могут ориентироваться участники финансового рынка при принятии решения о финансировании различных инвестиционных проектов посредством альтернативных по отношению к выпуску облигационного займа способов.

В большинстве стран процедура эмиссии корпоративных облигаций регулируется нормативными актами, описывающими действия эмитента, которые необходимы для успешного размещения облигаций. В Российской Федерации процедура эмиссии облигаций, как и других эмиссионных ценных бумаг, регулируется Федеральным законом «О рынке ценных бумаг».

В решении о выпуске облигаций должны быть указаны основные параметры облигационного займа, которые остаются неизменными весь срок заимствования.

Рассмотрим основные параметры облигационного займа и факторы, оказывающие влияние на их формирование.

Внутренний или внешний по отношению к национальному рынку характер заимствования. Внутренние облигации выпускаются эмитентом в стране, резидентом которой он является, и номинированы, как правило, в валюте этой страны. В случае если эмитент считает, что по ряду причин размещение облигаций на зарубежных рынках

предоставляет ему ряд преимуществ (возможность размещения с меньшей доходностью, налоговые льготы, большая емкость зарубежных рынков капитала и другие), он может осуществить выпуск внешних облигаций.

В свою очередь, внешние облигации подразделяются на иностранные и еврооблигации. Иностранные облигации размещаются за рубежом, как правило, в валюте страны размещения. Термин «еврооблигация» применяют для облигаций, размещаемых как за пределами страны заемщика, так и страны, в валюте которой указан их номинал. Рынок еврооблигаций является составной частью международного рынка капиталов. Их основные покупатели – международные инвесторы. При выпуске облигаций, номинал которых установлен в валюте, отличной от валюты финансирования инвестиционного проекта и, соответственно, валюты получения доходов, эмитент принимает на себя дополнительный по отношению к обычным рискам выпуска и обращения облигационного займа риск – валютный.

Объем заимствования определяется потребностями эмитента в рамках финансируемого проекта и возможностями рынка удовлетворить данные потребности по цене (доходности облигаций при размещении), устраивающей инвестора. Этот параметр определяется в процессе проведения маркетинговых исследований рынка и анализа прошлых размещений аналогичных облигаций эмитентом или компанией-аналогом. В Федеральном законе «Об акционерных обществах» введен ряд ограничений на объем заимствования. В соответствии с ним номинальная стоимость всех выпущенных обществом облигаций не должна превышать размер уставного капитала общества либо величину обеспечения, предоставленного обществу третьими лицами для цели выпуска облигаций.

Срок заимствования определяется особенностью финансируемого проекта, возможностью на момент размещения привлечения достаточного объема ресурсов по приемлемой для эмитента цене, прогнозом развития ситуации на финансовом рынке в течение планируемого периода финансирования. В США распространена практика финансирования среднесрочных проектов (4–5 лет) через выпуск последовательных краткосрочных (меньше 270 дней)

облигационных займов вместо одного займа продолжительностью, равной сроку, необходимому для финансирования проекта. Такой метод называется методом возобновлений (*roll-over*) и имеет ряд преимуществ: 1) при нормальном виде кривой доходности процент по краткосрочным займам существенно ниже долгосрочного; 2) затраты на выпуск также значительно ниже из-за отсутствия обязательной регистрации; 3) появляется возможность оперативно реагировать на изменение потребности в объеме финансирования, благодаря чему снижается риск пере- и недофинансирования проекта; 4) при снижении уровня процентных ставок происходит и снижение затрат на обслуживание долга.

Необходимо отметить, что при этом методе финансирования заемщик несет на себе риск повышения процентных ставок, который может быть хеджирован позициями на одном из рынков процентных производных финансовых инструментов. Для российских эмитентов возможности применения данного метода ограничены особенностями действующего законодательства.

Устанавливая **номинал облигации**, эмитент принимает во внимание соображения необходимости повышения **ликвидности** (чем меньше номинал, тем выше ликвидность), а также снижения своих затрат на обслуживание выпуска и обращения ценных бумаг. Уменьшение номинала облигации ведет к повышению затрат, связанных с изготовлением сертификатов (в случае документарной формы выпуска) и оплатой услуг реестродержателей (регистраторов) и платежных агентов. Схожие соображения лежат в основе решения о **форме выпуска** (документарные, бездокументарные, именные, предъявительские) облигаций.

Выбор **формы выплаты дохода** (дисконтная облигация, облигация с фиксированным или плавающим купоном) во многом зависит от особенностей финансируемого проекта, а также от существующей и прогнозируемой конъюнктуры финансового рынка.

В случае выпуска *облигаций с фиксированным купоном* тенденция повышения процентных ставок за период обращения является благоприятной для эмитента. Разновидностью облигаций с фиксированным купоном являются доходные облигации. Они предоставляют право на получение фиксированного процента. При этом

в облигационное соглашение вносится дополнительное условие, согласно которому эмитент может не выплачивать купон в ряде оговоренных ситуаций (как правило, выплата обуславливается определенными финансовыми результатами эмитента). Заимствование в такой форме позволяет эмитенту использовать для обслуживания долга результаты реализации финансируемого проекта и накладывает на владельцев облигаций дополнительный риск недополучения дохода. Поэтому при выпуске таких облигаций эмитент, как правило, предлагает более высокую ставку купона по сравнению с гипотетическими облигациями без такого условия и/или какие-либо другие дополнительные условия, привлекательные с точки зрения владельца. В ряде случаев может оговариваться, что задолженность по невыплаченным купонным суммам перед владельцами облигаций накапливается. Такие облигации называются доходными кумулятивными облигациями.

В случае выпуска *облигаций с переменным купоном* ее держатель получает право на получение купонных выплат, размер которых привязан к какому-либо параметру, который может меняться в период обращения облигации. В практике развитых стран наиболее распространенными являются облигации с плавающей процентной ставкой, валютно-индексируемые облигации и инфляционно-индексируемые облигации. Купонная ставка облигаций с плавающей процентной ставкой привязана к какой-либо рыночно определяемой или устанавливаемой процентной ставке. Выпуск таких облигаций целесообразен при прогнозируемой тенденции снижения уровня процентных ставок за период финансирования.

При выпуске индексируемых облигаций их номинал пересчитывается с периодичностью купонных выплат в соответствии с изменением базового индекса (курса национальной валюты или индекса инфляции). Такие облигации содержат инструмент страхования владельца облигаций от процентного, валютного риска и риска снижения покупательной способности денег. Внесение заемщиком подобных положений в облигационное соглашение позволяет ему улучшить условия заимствования, в том числе понизить свои расходы на обслуживание долга за счет меньшей доходности при размещении.

К облигациям с переменным купоном относятся также участвующие облигации и облигации с отсроченными или увеличивающимися платежами. Для участвующих облигаций величина купонной выплаты, как правило, зависит от финансовых результатов деятельности эмитента.

Смысл облигаций с отсроченными и увеличивающимися платежами заключается в следующем. Для того чтобы получить возможность обслуживания облигационного долга за счет прибыли от проекта, заемщик вносит в облигационное соглашение условие о невыплате или о существенном снижении купонных выплат в первые купонные периоды облигаций. Время действия данного условия зависит во многом от срока окупаемости инвестиционного проекта. Для этого типа облигаций эмитент предоставляет некоторую «премию» инвестору в общей сумме выплат по отношению к его же гипотетическим облигациям, не предусматривающим такие условия.

Дисконтные облигации, или *облигации с нулевым купоном*, достаточно редко используются для финансирования инвестиционных проектов из-за их краткосрочности. Исключением можно считать метод возобновлений и выпуск долгосрочных дисконтных облигаций финансовыми корпорациями на базе декомпозиции долгосрочных государственных купонных облигаций.

Частота и размер купонных выплат в значительной мере определяют как размеры расходов на обслуживание долга, которые заемщик всегда стремится минимизировать, так и уровень доходов инвесторов, которые заинтересованы в максимизации последних. Важнейшим фактором, учитываемым при установлении баланса их интересов, является степень кредитоспособности эмитента, определяющая величину кредитного риска инвестора. Поэтому величину купона условно можно разделить на две составляющие — безрисковую ставку процента, величина которой принимается равной доходности государственных ценных бумаг со схожими сроками погашения, и премию за риск. Величина премии зависит от кредитного рейтинга, присваиваемого эмитенту международными (Standard & Poor's, Moody's и др.), национальными рейтинговыми агентствами, или от неформального рейтинга, осуществляемого участниками рынка. Чем выше рейтинг, тем с меньшей доходнос-

тью могут быть выпущены в обращение долговые обязательства эмитента. На величину купона влияет также отношение потенциальных владельцев к дополнительным условиям, включенным в решение о выпуске облигаций, и частота купонных выплат.

При выборе вариантов финансирования проекта посредством выпуска облигаций лучшим для эмитента является вариант с минимальными затратами на выпуск и обслуживание обращения. Для количественного сравнения стоимости различных вариантов финансирования используется метод дисконтирования всех будущих потоков платежей заемщика, связанных с выпуском (оплата услуг по консалтингу и/или андеррайтингу, налоговые платежи, затраты на подготовку и опубликование проспекта эмиссии, затраты на изготовление сертификатов и др.) и обращением (купонные выплаты, сумма, выплачиваемая при погашении, оплата услуг реестродержателя и платежных агентов) облигаций с целью приведения их суммарной стоимости к моменту размещения. Значение коэффициента дисконтирования, при котором приведенная стоимость облигации будет равна планируемой цене ее размещения, является, с точки зрения эмитента, внутренней доходностью облигации. Этот показатель характеризует степень затратности финансирования проекта. Необходимо отметить, что для корректной оценки и сравнения различных вариантов финансирования нужно сравнивать их не только по уровню затрат, но и по степени рисковости. Другими словами, при выборе окончательного варианта финансирования необходимо применять двухкритериальный подход.

При внесении **дополнительных условий** в решение о выпуске облигаций эмитент стремится к минимизации затрат на обслуживание задолженности по займу, снижению рисков, сопутствующих вторичному обращению облигаций, компенсации других параметров выпуска, которые с точки зрения потенциального покупателя снижают инвестиционные качества облигации, и др.

За длительную историю обращения облигаций в мировой практике было разработано и успешно внедрено в обращение огромное количество видов облигаций, отличающихся различными дополнительными условиями, которые предоставляют дополнительные права и/или накладывают обязанности на владельцев и/или эми-

тентов. Рассмотрим наиболее распространенные разновидности таких облигаций.

Обеспеченные облигации – облигации, исполнение обязательств по которым обеспечивается залогом эмитента либо специальными денежными фондами, которые обязуется сформировать на время обращения облигаций эмитент, либо гарантиями третьих лиц. Предлагая в облигационном соглашении дополнительное обеспечение, эмитент снижает кредитный риск владельцев облигаций и тем самым создает предпосылки для выпуска займа с более низкой доходностью. Дополнительное обеспечение является затратным для эмитента, поскольку возникает необходимость выплат определенных сумм участвующим в нем лицам (гаранту, залогодержателю, оценщику и др.). Поэтому при принятии подобных решений необходимо финансовое обоснование, которое должно предусматривать сравнение дисконтированных денежных сумм экономии для эмитента от снижения доходности выпущенных облигаций и затрат на достижение данного результата.

Распространенной формой облигационного обеспечения, позволяющего снизить расходы на обслуживание долга, является формирование эмитентом выкупного фонда или фонда погашения. Данные фонды в соответствии с облигационным соглашением могут использоваться только для ежегодного выкупа части облигационного выпуска на вторичном рынке по рыночным ценам или для его погашения на заранее оговоренных условиях. Выбор облигаций, которые погашаются из фонда погашения, проводится в форме лотереи. Результатом создания таких фондов является более равномерное распределение нагрузки по выплате основной суммы долга эмитентом по всему сроку обращения выпуска и постепенное снижение сумм периодических выплат. Формирование в соответствии с облигационным соглашением выкупного фонда воспринимается потенциальными инвесторами всегда положительно, поскольку кроме снижения риска кредитора такой фонд способствует повышению ликвидности облигаций. Создание фонда погашения воспринимается ими уже не столь однозначно, так как в результате появляется возможность досрочного погашения облигаций, не зависящая от воли владельца. В России в соответствии с Законом «Об

акционерных обществах» размещение *облигаций без обеспечения* допускается не ранее третьего года существования общества и при условии надлежащего утверждения к этому времени двух годовых балансов общества.

Часто в облигационное соглашение включаются дополнительные условия, описывающие права держателя (эмитента) облигаций совершать определенные действия, затрагивающие интересы эмитента (держателя) облигаций. Наиболее распространенными среди таких облигаций являются *облигации с правом досрочного отзыва по инициативе эмитента, облигации с правом досрочного отзыва по инициативе владельца и конвертируемые облигации*. Оговорка об отзыве по инициативе эмитента включается им для управления риском неблагоприятного изменения уровня процентных ставок за время обращения выпуска. Для заемщика неблагоприятной (только с точки зрения уже выпущенных в обращение облигационных займов) является тенденция понижения процентных ставок. При наличии оговорки об отзыве эмитент может провести рефинансирование обращающегося займа посредством выпуска нового займа под меньший процент. В случае отсутствия указанной тенденции отзыв не происходит.

С точки зрения инвестора, такое условие увеличивает риск вложений. Поэтому со стороны эмитента в этом случае необходимы дополнительные предложения (условия), компенсирующие данное отрицательное качество инструмента. В частности, для таких облигаций может предусматриваться погашение по цене выше номинала в случае досрочного отзыва и т. п.

Облигации с правом досрочного отзыва по инициативе владельца являются в некотором смысле противоположностью рассмотренных выше отзывных облигаций. Поскольку право инициативы досрочного погашения принадлежит владельцу, то оно реализуется им при росте уровня доходности финансовых инструментов. Инвестор получает возможность реинвестировать вырученные от погашения облигаций средства в другие финансовые инструменты под больший процент. Такое условие включается заемщиком для снижения уровня доходности при выпуске или компенсации других, негативных с точки зрения потенциального инвестора, дополнительных условий в облигационном соглашении.

При выпуске конвертируемых облигаций в облигационное соглашение включается условие, согласно которому владелец получает право обменять облигацию на определенное количество других ценных бумаг, как правило, акций эмитента. Для эмитента выпуск конвертируемых облигаций не только позволяет уменьшить расходы по обслуживанию займа за счет снижения его доходности при выпуске, но и облегчает принятие решения о дополнительной эмиссии акций. Для инвестора конвертируемая облигация предоставляет возможность получения более высоких по сравнению с рынком облигаций доходов, характерных для спекулятивного рынка акций, с одновременным ограничением высоких рыночных рисков, характерных для рынка акций, за счет облигационной составляющей данного инструмента. Эта особенность позволяет заемщику уменьшить цену заимствования. С целью ограничения риска эмитента, связанного с размещением акций эмитентом по существенно заниженной цене в период конвертации, в облигационное соглашение может вноситься условие об отзыве облигаций по инициативе эмитента в случае достижения ценами облигаций (акций) определенного уровня. Внесение такого условия ограничивает возможность получения инвестором спекулятивной прибыли от владения конвертируемой облигацией.

Бюджетный кредит может быть предоставлен юридическому лицу на основании договора, заключенного в соответствии с гражданским законодательством Российской Федерации, на условиях возмездности и только при условии предоставления заемщиком обеспечения исполнения своего обязательства по возврату указанного кредита.

Способами обеспечения исполнения обязательств по возврату бюджетного кредита могут быть только банковские гарантии, поручительства, залог имущества, в том числе в виде акций, иных ценных бумаг, паев, в размере не менее 100 % предоставляемого кредита. Обеспечение исполнения обязательств должно иметь высокую степень ликвидности. Оценка имущества, предоставленного в обеспечение получения бюджетного кредита, осуществляется в соответствии с законодательством Российской Федерации.

Обязательным условием предоставления бюджетного кредита является проведение предварительной проверки финансового со-

стояния получателя бюджетного кредита финансовым органом или по его поручению уполномоченным органом. Проверка получателя кредита и целевого использования предоставленных средств может быть также проведена в любое время действия кредита.

Бюджетный кредит может быть предоставлен только тем юридическим лицам, которые не имеют просроченной задолженности по ранее предоставленным бюджетным средствам на возвратной основе.

Средства бюджетного кредита перечисляются заемщику на его бюджетный счет в кредитной организации. Операции и платежи за счет средств бюджетного кредита осуществляются заемщиком самостоятельно в соответствии с целями бюджетного кредита.

Получатели бюджетного кредита обязаны: а) вернуть его и уплатить проценты за пользование им в установленные сроки; б) предоставить информацию и отчет об использовании бюджетного кредита в органы, исполняющие бюджет, и контрольные органы соответствующих законодательных (представительных) структур.

Возврат предоставленных юридическим лицам бюджетных средств, а также плата за пользование ими приравниваются к платежам в бюджет.

Органы, исполняющие бюджет, либо иные уполномоченные органы ведут реестры всех предоставленных бюджетных кредитов по их получателям. К отчету об исполнении бюджета соответствующего уровня прилагается отчет о предоставлении и погашении бюджетных кредитов.

Государственные гарантии также предоставляются на особых условиях — они не должны охватывать всей суммы риска. Инвестор, в свою очередь, должен представить встречные гарантийные обязательства, включая залоговые.

Особой формой государственной поддержки частных инвесторов за счет бюджетных средств является *инвестиционный налоговый кредит*. Под инвестиционным налоговым кредитом понимается такое изменение срока исполнения налогового обязательства, при котором налогоплательщику при наличии соответствующих оснований предоставляется возможность в течение определенного срока и в определенных объемах уменьшить причитающиеся с него

налоговые платежи с последующей уплатой суммы кредита (единовременной или поэтапной) и начисленных процентов.

Инвестиционный налоговый кредит может быть предоставлен по налогу на прибыль (доход) организации, а также по региональным и местным налогам на срок от одного года до пяти лет. Проценты за пользование кредитом платятся по ставке в пределах от одной второй до трех четвертых ставки рефинансирования Центрального банка Российской Федерации.

Основания предоставления инвестиционного налогового кредита таковы:

- проведение организацией научно-исследовательских или опытно-конструкторских работ либо технического перевооружения собственного производства, в том числе направленного на создание рабочих мест для инвалидов или защиту окружающей среды от загрязнения промышленными отходами;

- осуществление организацией внедренческой или инновационной деятельности, в том числе создание новых или совершенствование применяемых технологий, создание новых видов сырья или материалов;

- выполнение организацией особо важного заказа по социально-экономическому развитию региона или предоставление ею особо важных услуг населению.

Основания для получения инвестиционного налогового кредита должны быть документально подтверждены. Для получения кредита заинтересованная организация предоставляет заявление, затем в течение одного месяца уполномоченный орган принимает решение о предоставлении кредита и оформляет его договором. Наличие у организации одного или нескольких договоров об инвестиционном налоговом кредите не может служить препятствием для заключения других договоров такого рода по иным основаниям.

Форма договора устанавливается органом исполнительной власти, принимающим решение о предоставлении кредита. Договор должен предусматривать: а) сумму кредита (с указанием налога, по которому организации предоставлен инвестиционный налоговый кредит); б) срок действия договора; в) начисляемые на сумму кредита проценты; г) порядок погашения суммы кредита и начисленных

процентов; д) документы об имуществе, которое является предметом залога, либо поручительство; е) ответственность сторон.

Копия договора представляется организацией в налоговый орган по месту ее учета в пятидневный срок со дня заключения договора.

Действие инвестиционного налогового кредита прекращается либо по истечении срока действия договора, либо до истечения этого срока; последнее имеет место, если: а) налогоплательщиком досрочно выплачена вся причитающаяся сумма налога и соответствующих процентов; б) имеется соглашение сторон; в) имеется решение суда при нарушении предусмотренных договором условий.

Контрольные вопросы

1. Дайте понятие инвестиции. Какие виды инвестиций вам известны?
2. Что такое «капитальные вложения»?
3. Что такое «инвестиционный проект»?
4. Классифицируйте инвестиционные проекты.
5. Перечислите виды возможных эффектов от реализации инвестиционных проектов.
6. Что подразумевается под «проектным финансированием» и каковы его виды?
7. Охарактеризуйте смешанные формы проектного финансирования.
8. Назовите основные параметры облигационного займа и факторы, оказывающие влияние на их формирование.

3.1. Критерии оценки инвестиционных проектов

В финансовом плане, когда речь идет о целесообразности принятия того или иного проекта, по сути, подразумевается необходимость получения ответа на три вопроса: 1) каков необходимый объем финансовых ресурсов? 2) где найти источники в требуемом объеме и какова их стоимость? 3) окупятся ли сделанные вложения, т. е. достаточен ли объем прогнозируемых поступлений по сравнению со сделанными инвестициями?

К числу ключевых категорий, лежащих в основе используемых при ответе на эти вопросы процедур и методов количественного обоснования подготавливаемых управленческих решений, относятся понятия *временной ценности денег* и *стоимости капитала*.

Решения финансового характера в подавляющем большинстве случаев не являются одномоментными в плане проявления вызываемых ими последствий. Иными словами, здесь весьма важную, если не решающую, роль играет фактор времени. Финансовые вычисления базируются на понятии временной ценности денег; именно с их помощью удастся принимать управленческие решения, эффективные во временном аспекте.

Ключевыми моментами методов оценки эффективности финансовых операций, определяющими их логику, являются следующие утверждения:

- практически любую финансово-хозяйственную операцию можно выразить в терминах финансов;
- в подавляющем большинстве случаев собственно операции или их последствия «растянуты» во времени;
- с каждой операцией можно увязать некоторый денежный поток;
- денежные средства должны эффективно оборачиваться, т. е. с течением времени приносить определенный доход;
- элементы денежного потока, относящиеся к разным моментам времени, без определенных преобразований не сопоставимы;
- преобразования элементов денежного потока осуществляются путем применения операций наращивания и дисконтирования;

– наращение и дисконтирование могут выполняться по различным схемам и с различными параметрами.

Логика построения основных алгоритмов достаточно проста и основана на двух операциях – наращении и дисконтировании. В первом случае движутся от «настоящего» к будущему, во втором наоборот. В обоих случаях с помощью схемы сложных процентов удается получить оценку денежного потока с позиции будущего или «настоящего».

Расчет наращенной (FV) и дисконтированной (PV) величин осуществляется соответственно по формулам:

$$FV = PV \times (1 + r)^n,$$

где FV – наращенная сумма, т. е. доход, планируемый к получению в n -м году; PV – инвестируемая сумма; r – ставка наращения;

$$PV = FV / (1 + r)^n,$$

где FV – доход, планируемый к получению в n -м году; PV – приведенная (сегодняшняя, текущая) стоимость, т. е. оценка величины FV с позиции текущего момента или момента, на который осуществляется дисконтирование; r – ставка дисконтирования.

Критерии, используемые в анализе инвестиционной деятельности, можно подразделить на две группы в зависимости от того, учитывается или нет временной параметр: 1) основанные на дисконтированных оценках; 2) основанные на учетных оценках. К первой группе относятся критерии: **чистая приведенная (дисконтированная) стоимость** (Net Present Value, NPV); **индекс рентабельности инвестиции** (Profitability Index, PI); **внутренняя норма прибыли** (Internal Rate of Return, IRR); **дисконтированный срок окупаемости инвестиции** (Discounted Payback Period, DPP). Ко второй группе относятся критерии: **срок окупаемости инвестиции** (Payback Period, PP); **коэффициент эффективности инвестиции** (Accounting Rate of Return, ARR). Следует отметить, что, как и по другим разделам финансового менеджмента, русскоязычная терминология в разделе, посвященном управлению инвестиционными проектами, окончательно не устоялась, поэтому в литературе можно встретиться и с другими вариантами наименований критериев; в частности, весьма распространено название NPV как «чистая настоящая стоимость».

Метод расчета чистой приведенной (дисконтированной) стоимости

В основе метода заложено следование основной целевой установке, определяемой собственниками компании, – повышение ценности фирмы, количественной оценкой которой служит ее рыночная стоимость. Тем не менее принятие решений по инвестиционным проектам чаще всего инициируется и осуществляется не собственниками компании, а ее управленческим персоналом. Поэтому здесь молчаливо предполагается, что цели собственников и высшего управленческого персонала конгруэнтны, т. е. негативные последствия возможного агентского конфликта не учитываются.

Этот метод основан на сопоставлении величины исходной инвестиции (I) с общей суммой дисконтированных чистых денежных поступлений, генерируемых ею в течение прогнозируемого срока. Поскольку приток денежных средств распределен во времени, он дисконтируется с помощью ставки r , устанавливаемой аналитиком (инвестором) самостоятельно исходя из ежегодного процента возврата, который он хочет или может иметь на инвестируемый им капитал.

Пусть делается прогноз, что инвестиция (I) будет генерировать в течение n лет годовые доходы в размере P_1, P_2, \dots, P_n . Общая накопленная величина дисконтированных доходов (Present Value, PV) и чистый приведенный эффект (Net Present Value, NPV) соответственно рассчитываются по формулам:

$$PV = \sum_k \frac{P_k}{(1+r)^k}; \quad NPV = \sum_k \frac{P_k}{(1+r)^k} - I.$$

Очевидно, что если:

$NPV > 0$, то проект следует принять;

$NPV < 0$, то проект следует отвергнуть;

$NPV = 0$, то проект ни прибыльный, ни убыточный.

Имея в виду упомянутую выше основную целевую установку, на достижение которой направлена деятельность любой компании, можно дать экономическую интерпретацию трактовки критерия NPV с позиции ее владельцев, которая по сути и определяет логику критерия NPV :

если $NPV < 0$, то в случае принятия проекта ценность компании уменьшится, т. е. владельцы компании понесут убыток;

если $NPV > 0$, то в случае принятия проекта ценность компании не изменится, т. е. благосостояние ее владельцев останется на прежнем уровне;

если $NPV = 0$, то в случае принятия проекта ценность компании, а следовательно, и благосостояние ее владельцев увеличатся.

Следует особо прокомментировать ситуацию, когда $NPV = 0$. В этом случае действительно благосостояние владельцев компании не меняется, однако, как уже отмечалось выше, инвестиционные проекты нередко принимаются управленческим персоналом самостоятельно, при этом менеджеры могут руководствоваться и своими предпочтениями. Проект с $NPV = 0$ имеет все же дополнительный аргумент в свою пользу: в случае реализации проекта объемы производства возрастут, т. е. компания увеличится в масштабах. Поскольку нередко увеличение размеров компании рассматривается как положительная тенденция (например, с позиции менеджеров аргументация такова: в крупной компании более престижно работать, кроме того, и жалование нередко выше), проект все же принимается.

Возможен и другой вариант рассуждений. Ситуация, когда $NPV > 0$, в чисто вычислительном плане достаточно редка, и потому, если она имеет место, то вполне вероятно, что данный проект не обладает необходимым запасом прочности. Иными словами, если прогнозные оценки оказались чересчур «смелыми», то проект окажется убыточным. Поэтому в подобной ситуации рекомендуется вновь обсудить обоснованность прогнозных оценок основных параметров проекта. Более того, можно говорить о некотором положительном минимуме как границе значения NPV , ниже которой этот показатель не должен опускаться, поскольку очевидно, что любые значения NPV , незначительно (в относительном смысле) превышающие нулевую отметку, свидетельствуют о рисковости проекта и «шаткости» данного критерия как аргумента в пользу принятия проекта. Жесткая, безапелляционная аргументация типа «больше нуля, значит хорошо» не всегда приемлема.

При прогнозировании доходов по годам необходимо по возможности учитывать все виды поступлений как производственно-

го, так и непроизводственного характера, которые могут быть ассоциированы с данным проектом. Так, если по окончании периода реализации проекта планируется поступление средств в виде ликвидационной стоимости оборудования или высвобождения части оборотных средств, они должны быть учтены как доходы соответствующих периодов.

Если проект предполагает не разовую инвестицию, а последовательное инвестирование финансовых ресурсов в течение m лет, то формула для расчета NPV модифицируется следующим образом:

$$NPV = \sum_{k=1}^n \frac{P_k}{(1+r)^k} - \sum_{j=1}^m \frac{I}{(1+i)^j},$$

где i – прогнозируемый средний темп инфляции.

Расчет с помощью приведенных формул вручную достаточно трудоемок, поэтому для удобства применения этого и других методов, основанных на дисконтированных оценках, разработаны упоминавшиеся выше специальные финансовые таблицы, в которых табулированы значения сложных процентов, дисконтирующих множителей, дисконтированного значения денежной единицы и т. п. в зависимости от временного интервала и значения ставки дисконтирования.

При расчете NPV , как правило, используется постоянная ставка дисконтирования, однако при некоторых обстоятельствах, например ожидается изменение уровня учетных ставок, могут использоваться индивидуализированные по годам значения ставки.

Необходимо отметить, что показатель NPV отражает прогнозную оценку изменения экономического потенциала коммерческой организации в случае принятия рассматриваемого проекта, причем оценка делается на момент окончания проекта, но с позиции текущего момента времени, т. е. начала проекта. Этот показатель аддитивен в пространственно-временном аспекте, т. е. NPV различных проектов можно суммировать. Это очень важное свойство, выделяющее данный критерий из всех остальных и позволяющее использовать его в качестве основного при анализе оптимальности инвестиционного портфеля.

Достоинства метода:

- отражает доходы от инвестиций;
- учитывает срок жизни инвестиционного проекта и распределение во времени денежных потоков;
- выражается в стоимостных единицах текущей стоимости (учитывает фактор времени);
- показатель аддитивен во временном аспекте (NPV можно суммировать);
- отражает прогнозную оценку изменения экономического потенциала предприятия в случае принятия инвестиционного проекта.

Недостатки метода:

- NPV – показатель абсолютный (не учитывает размера альтернативных инвестиционных проектов);
- не показывает эффективности (прибыльности) проекта;
- зависит от величины нормы дисконта;
- ставка дисконта обычно принимается неизменной для всего горизонта учета;
- требует детальных долгосрочных прогнозов.

Метод расчета индекса рентабельности инвестиции

Этот метод является, по сути, следствием метода расчета NPV . Индекс рентабельности (PI) рассчитывается по формуле

$$PI = \sum_k \frac{P_k}{(1+r)^k} / I.$$

Очевидно, что если:

$PI > 1$, то проект следует принять;

$PI < 1$, то проект следует отвергнуть;

$PI = 1$, то проект не является ни прибыльным, ни убыточным.

В отличие от чистого приведенного эффекта индекс рентабельности является относительным показателем: он характеризует уровень доходов на единицу затрат, т. е. эффективность вложений – чем больше значение этого показателя, тем выше отдача каждого рубля, инвестированного в данный проект. Благодаря этому критерий PI очень удобен при выборе одного проекта из ряда альтернативных, имеющих примерно одинаковые значения NPV (в частности, если два проекта имеют одинаковые значения NPV , но разные объемы

требуемых инвестиций, то очевидно, что выгоднее тот из них, который обеспечивает большую эффективность вложений), либо при комплектовании портфеля инвестиций с целью максимизации суммарного значения NPV .

Достоинства метода:

- является относительным, отражает эффективность единицы инвестиций;
- в условиях ограниченности ресурсов позволяет сформировать наиболее эффективный инвестиционный портфель;
- позволяет судить о резерве безопасности проекта.

Недостатки метода:

- неаддитивен;
- зависит от нормы дисконта.

Метод расчета внутренней нормы прибыли инвестиции

Под внутренней нормой прибыли инвестиции (синонимы: внутренняя норма доходности, внутренняя окупаемость) понимают значение ставки дисконтирования r , при которой значение NPV проекта равно нулю: $IRR = r$, при котором $NPV = f(r) = 0$.

Смысл расчета внутренней нормы прибыли при анализе эффективности планируемых инвестиций заключается в следующем: IRR показывает ожидаемую доходность проекта и максимально допустимый относительный уровень расходов, которые могут быть ассоциированы с данным проектом. Например, если проект полностью финансируется за счет кредита коммерческого банка, то значение IRR показывает верхнюю границу допустимого уровня банковской процентной ставки, превышение которого делает проект убыточным.

Таким образом, экономический смысл критерия IRR заключается в следующем: коммерческая организация может принимать любые решения инвестиционного характера, уровень рентабельности которых не ниже текущего значения показателя «стоимость капитала» CC , под которым понимается либо $WACC$, если источник средств точно не идентифицирован, либо стоимость целевого источника, если таковой имеется. Именно с показателем CC сравнивается IRR , рассчитанный для конкретного проекта, при этом связь между ними такова.

Если:

$IRR > CC$, то проект следует принять;

$IRR < CC$, то проект следует отвергнуть;

$IRR = CC$, то проект не является ни прибыльным, ни убыточным.

Независимо от того, с чем сравнивается IRR , очевидно одно: проект принимается, если его IRR больше некоторой пороговой величины; поэтому при прочих равных условиях, как правило, большее значение IRR считается предпочтительным.

Практическое применение данного метода осложнено, если в распоряжении аналитика нет специализированного финансового калькулятора. В этом случае применяется метод последовательных итераций с использованием табулированных значений дисконтирующих множителей.

Достоинства метода:

- показатель относительный;
- не зависит от нормы дисконта;
- нацелен на увеличение доходов инвесторов.

Недостатки метода:

- показывает лишь максимальный уровень затрат, который может быть ассоциирован с оцениваемым инвестиционным проектом;
- неаддитивен, характеризует только конкретный объект, сложно использовать для оценки инвестиционного портфеля;
- для нетрадиционных денежных потоков может иметь несколько значений;
- не позволяет определить «вклад» проекта в изменение капитала компании;
- расчет ВНД исходит из предположения, что свободные денежные потоки реинвестируются по ставке, равной ВНД (практически такого быть не может);
- сложность расчетов.

Метод определения срока окупаемости инвестиций

Этот метод, являющийся одним из самых простых и широко распространенных в мировой учетно-аналитической практике, не предполагает временной упорядоченности денежных поступлений. Алгоритм расчета срока окупаемости (PP) зависит от равномернос-

ти распределения прогнозируемых доходов от инвестиции. Если доход распределен по годам равномерно, то срок окупаемости рассчитывается делением единовременных затрат на величину годового дохода, обусловленного ими. При получении дробного числа оно округляется в сторону увеличения до ближайшего целого. Если прибыль распределена неравномерно, то срок окупаемости рассчитывается прямым подсчетом числа лет, в течение которых инвестиция будет погашена кумулятивным доходом.

Нередко показатель *PP* рассчитывается более точно, т. е. рассматривается и дробная часть года; при этом делается молчаливое предположение, что денежные потоки распределены равномерно в течение каждого года.

Некоторые специалисты при расчете показателя *PP* все же рекомендуют учитывать временной аспект. В этом случае в расчет принимаются денежные потоки, дисконтированные по показателю *WACC*.

Показатель срока окупаемости инвестиции очень прост в расчетах, вместе с тем он имеет ряд недостатков, которые необходимо учитывать в анализе.

Во-первых, он не учитывает влияние доходов последних периодов. Во-вторых, поскольку этот метод основан на недисконтированных оценках, он не делает различия между проектами с одинаковой суммой кумулятивных доходов, но различным распределением ее по годам. В-третьих, данный метод не обладает свойством аддитивности.

Существует ряд ситуаций, при которых применение метода, основанного на расчете срока окупаемости затрат, является целесообразным. В частности, это ситуация, когда руководство коммерческой организации в большей степени озабочено решением проблемы ликвидности, а не прибыльности проекта — главное, чтобы инвестиции окупались, и как можно скорее. Метод также хорош в ситуации, когда инвестиции сопряжены с высокой степенью риска, поэтому, чем короче срок окупаемости, тем менее рискованным является проект. Такая ситуация характерна для отраслей или видов деятельности, которым присуща большая вероятность достаточно быстрых технологических изменений. Таким образом, в отличие от критериев *NPV*, *IRR* и *PI* критерий *PP* позволяет получить оцен-

ки, хотя и грубые, о **ликвидности** и **рисковости** проекта. Понятие ликвидности проекта здесь условно: считается, что из двух проектов более ликвиден тот, у которого меньше срок окупаемости. Что касается сравнительной оценки рисковости проектов с помощью критерия PP , то логика рассуждений такова: денежные поступления удаленных от начала реализации проекта лет трудно прогнозируемы, т. е. более рисковы по сравнению с поступлениями первых лет; поэтому из двух проектов менее рискованный тот, у которого меньше срок окупаемости.

Достоинства метода:

- не зависит от величины горизонта расчета;
- позволяет давать оценки о ликвидности и рискованности инвестиционного проекта.

Недостатки метода:

- не учитывает весь период функционирования инвестиций и, следовательно, на него не влияет отдача, лежащая за пределами периода окупаемости;
- не обладает свойством аддитивности;
- не оценивает прибыльность инвестиций.

Метод расчета коэффициента эффективности инвестиции

Этот метод имеет две характерные черты: во-первых, он не предполагает дисконтирования показателей дохода; во-вторых, доход характеризуется показателем чистой прибыли PN (прибыль за минусом отчислений в бюджет). Алгоритм расчета исключительно прост, что и предопределяет широкое использование этого показателя на практике: *коэффициент эффективности инвестиции, называемый также учетной нормой прибыли (ARR)*, рассчитывается делением среднегодовой прибыли PN на среднюю величину инвестиции (коэффициент берется в процентах). Средняя величина инвестиции находится делением исходной суммы капитальных вложений на два, если предполагается, что по истечении срока реализации анализируемого проекта все капитальные затраты будут списаны; если допускается наличие остаточной или ликвидационной стоимости (RV), то ее оценка должна быть учтена в расчетах.

Данный показатель чаще всего сравнивается с коэффициентом рентабельности авансированного капитала, рассчитываемого делением общей чистой прибыли коммерческой организации на общую сумму средств, авансированных в ее деятельность (итог среднего баланса-нетто). В принципе возможно и установление специального порогового значения, с которым будет сравниваться *ARR*, или даже их системы, дифференцированной по видам проектов, степени риска, центрам ответственности и др.

Метод, основанный на коэффициенте эффективности инвестиции, также имеет ряд существенных недостатков, обусловленных в основном тем, что он не учитывает временной компоненты денежных потоков. В частности, метод не делает различия между проектами с одинаковой суммой среднегодовой прибыли, но варьирующей суммой прибыли по годам, а также между проектами, имеющими одинаковую среднегодовую прибыль, но генерируемую в течение различного количества лет, и т. п.

Достоинства метода:

- простота понимания;
- несложные расчеты;
- расчет по данным бухгалтерской отчетности;
- оценка прибыльности проекта.

Недостатки метода:

- не учитывает возможности реинвестирования получаемых доходов;
- не учитывает различия в сроках реализации инвестиционных проектов;
- сложно выбрать период, наиболее характерный для проекта;
- учитывается, как правило, чистая прибыль, а не денежный поток;
- невозможно оценить лучший проект при одинаковых показателях.

3.2. Учет риска при оценке проектов

Инвестиционные решения рисковы по определению. Невозможно с абсолютной точностью спрогнозировать значения всех параметров инвестиционного проекта, поэтому при принятии проекта желательно иметь некоторый резерв безопасности, суть которого состоит в формулировании некоторых аргументов, позволяющих с достаточной степенью уверенности утверждать, что инвестор не понесет критических убытков даже в том случае, если в ходе прогнозирования были допущены ошибки в сторону завышения (занижения) ключевых параметров. Поскольку основными характеристиками инвестиционного проекта являются элементы денежного потока и ставка дисконтирования, снижение рисковости осуществляется поправкой одного из этих параметров. Рассмотрим несколько наиболее распространенных подходов.

Имитационная модель учета риска

Первый подход связан с корректировкой денежного потока и последующим расчетом NPV для всех вариантов (имитационное моделирование, или анализ чувствительности). Методика анализа в этом случае такова:

- по каждому проекту строят три его возможных варианта развития: пессимистический, наиболее вероятный, оптимистический;
 - по каждому из вариантов рассчитывается соответствующий NPV , т. е. получают три величины: NPV_p , NPV_{ml} , NPV_o ;
- для каждого проекта рассчитывается размах вариации NPV по формуле

$$R(NPV) = NPV_o - NPV_p;$$

из двух сравниваемых проектов тот считается более рисковым, у которого размах вариации NPV больше.

Существуют модификации рассмотренной методики, предусматривающие применение количественных вероятностных оценок. В этом случае методика может иметь вид:

- по каждому варианту рассчитывается пессимистическая, наиболее вероятная и оптимистическая оценки денежных поступлений и NPV ;

- для каждого проекта значениям NPV_p , NPV_{ml} , NPV_o присваиваются вероятности их осуществления;
- для каждого проекта рассчитывается вероятное значение NPV , взвешенное по присвоенным вероятностям, и среднее квадратическое отклонение от него;
- проект с большим значением среднего квадратического отклонения считается более рисковым.

Методика построения безрискового эквивалентного денежного потока

Еще одним вариантом снижения рисковости проекта является уменьшение прогнозируемых значений элементов денежного потока. Логика рассуждений очевидна: если даже при заниженных значениях ожидаемых поступлений счетные критерии свидетельствуют об эффективности проекта, проект можно принять; в противном случае нужно прибегнуть к дополнительным аргументам или попросту отказаться от проекта. Уменьшенные значения элементов денежного потока называются безрисковыми эквивалентами (очевидно, что данное название условно, поскольку полностью элиминировать риск весьма сложно).

Как же на практике находят безрисковые эквиваленты? Существуют различные способы. Например, можно попытаться оценить вероятность появления заданной величины денежного поступления для каждого года и каждого проекта. После этого составляются новые проекты на основе откорректированных с помощью понижающих коэффициентов денежных потоков, и для них рассчитываются NPV (понижающий коэффициент представляет собой вероятность появления рассматриваемого денежного поступления). По сути, откорректированный поток и представляет собой поток из безрисковых эквивалентов. Предпочтение отдается проекту, откорректированный денежный поток которого имеет наибольший NPV ; этот проект считается менее рисковым.

Методика поправки на риск ставки дисконтирования

Эта методика не предполагает корректировки элементов денежного потока — вводится поправка к ставке дисконтирования.

Несложно заметить, что в формуле основного критерия *NPV* увеличение ставки дисконтирования приводит к уменьшению приведенной стоимости возвратного потока, а следовательно, к более осторожной оценке в отношении анализируемого проекта. Поэтому снижение рисковости решения в отношении оцениваемого инвестиционного проекта может быть достигнуто следующим образом: к традиционно используемой ставке дисконтирования вводится поправка на риск, эту ставку увеличивающая.

Контрольные вопросы

1. Как вы понимаете дисконтирование?
2. Что такое аннуитет?
3. Назовите основные критерии оценки инвестиционных проектов.
4. В чем состоит сущность метода расчета чистой приведенной стоимости?
5. Назовите основные методики учета риска при оценке инвестиционных проектов.

Тема 4. ФОРМЫ ФИНАНСОВЫХ ИНВЕСТИЦИЙ И ПОЛИТИКА УПРАВЛЕНИЯ ИМИ

4.1. Особенности и формы осуществления финансовых инвестиций предприятия

Функциональная направленность операционной деятельности предприятий, не являющихся институциональными инвесторами, определяет в качестве приоритетной формы осуществление реальных инвестиций. Однако на отдельных этапах развития предприятия оправдано осуществление и финансовых инвестиций. Такая направленность инвестиций может быть вызвана необходимостью эффективного использования инвестиционных ресурсов, формируемых до начала осуществления реального инвестирования по отобранным инвестиционным проектам; в случаях, когда, конъюнктура финансового (в первую очередь фондового) рынка позволяет получить значительно больший уровень прибыли на вложенный капитал, чем операционная деятельность на «затухающих» товарных рынках; при наличии временно свободных денежных активов; в случаях намечаемого «захвата» других предприятий в преддверии отраслевой, товарной или региональной диверсификации своей деятельности путем вложения капитала в их уставные фонды (или приобретения ощутимого пакета их акций) и в ряде других аналогичных случаев. Поэтому финансовые инвестиции рассматриваются как активная форма эффективного использования временно свободного капитала или как инструмент реализации стратегических целей, связанных с диверсификацией операционной деятельности предприятия.

Основные особенности осуществления финансовых инвестиций

1. Финансовые инвестиции являются независимым видом хозяйственной деятельности для предприятий реального сектора экономики. Эта независимость проявляется как по отношению к операционной деятельности таких предприятий, так и по отношению к процессу их реального инвестирования. Стратегические операционные задачи развития таких предприятий финансовые инвестиции решают лишь в ограниченных формах (путем вложения капи-

тала в уставные фонды и приобретения контрольных пакетов акций других предприятий).

2. Финансовые инвестиции являются основным средством осуществления предприятием внешнего инвестирования. Все основные формы и инструменты финансовых инвестиций имеют внешнюю направленность инвестируемого капитала, выходящего за рамки воспроизводственных процессов своего предприятия. С помощью финансовых инвестиций предприятия имеют возможность осуществлять внешнее инвестирование как в пределах своей страны, так и за рубежом.

3. В системе совокупных инвестиционных потребностей предприятий реального сектора экономики финансовые инвестиции формируют инвестиционные потребности второго уровня (второй очереди). Они осуществляются такими предприятиями обычно после того, как удовлетворены его потребности в реальном инвестировании капитала. В связи с этой особенностью финансовые инвестиции не осуществляются на таких ранних стадиях жизненного цикла предприятия, как «рождение», «детство» и «юность». Возможность достаточно обширного удовлетворения потребности в финансовых инвестициях появляется у предприятия обычно лишь на стадии «ранняя зрелость».

4. Стратегические финансовые инвестиции предприятия позволяют реализовать отдельные стратегические цели своего развития более быстрым путем. Так, при отраслевой или региональной диверсификации операционной деятельности, наращении объемов производства и реализации продукции путем «захвата» предприятий-конкурентов в своем сегменте рынка и других аналогичных случаях вместо приобретения целостных имущественных комплексов или строительства новых объектов предприятие путем соответствующих форм финансового инвестирования может приобрести контрольный пакет акций (контрольную долю в уставном фонде) интересующих его субъектов хозяйствования, максимальная сумма покупки которых составляет немногим более половины реальной рыночной стоимости их бизнеса (50 % плюс одна акция). В процессе стратегического финансового инвестирования предприятия обычно не преследуют цели максимизации текущего инвестици-

онного дохода; более того, отдельные стратегические финансовые инвестиции могут осуществляться предприятием и при отрицательном значении текущего инвестиционного дохода в расчете на обеспечение долговременного прироста капитала.

5. Портфельные финансовые инвестиции используются предприятиями реального сектора экономики в основном в двух целях: получения дополнительного инвестиционного дохода в процессе использования свободных денежных активов и их противоинфляционной защиты. Целенаправленное формирование инвестиционных ресурсов для осуществления портфельных финансовых инвестиций такие предприятия, как правило, не производят. И хотя обычно финансовые инвестиции обеспечивают более низкий уровень прибыли, чем функционирующие операционные активы предприятия, они формируют дополнительный ее приток в периоды, когда временно свободный капитал не может быть эффективно использован для расширения операционной деятельности.

6. Финансовые инвестиции предоставляют предприятию на более широкий диапазон выбора инструментов инвестирования по шкале «доходность – риск». В сравнении с реальным инвестированием эта шкала значительно шире – она включает группу как безрисковых, так и высокорисковых (спекулятивных) инструментов инвестирования, позволяя инвестору осуществлять свою инвестиционную политику в широком диапазоне: от крайне консервативной до крайне агрессивной.

7. Финансовые инвестиции предоставляют предприятию достаточно широкий диапазон выбора инструментов инвестирования и по шкале «доходность – ликвидность». Хотя в сравнении с реальными инвестициями они характеризуются более высоким уровнем ликвидности, этот уровень варьирует в очень широких пределах.

8. Процесс обоснования управленческих решений, связанных с осуществлением финансовых инвестиций, является более простым и менее трудоемким. Он не связан с существенными предынвестиционными затратами финансовых средств, аналогичными подготовке реальных инвестиционных проектов; алгоритмы оценки эффективности финансовых инвестиций носят более дифференцированный характер по отношению к объектам инвестирования,

что повышает надежность осуществления такой оценки; реализация принятых управленческих решений в сфере финансового инвестирования занимает минимум времени.

9. Высокая колеблемость конъюнктуры финансового рынка в сравнении с товарным определяет необходимость осуществления более активного мониторинга в процессе финансового инвестирования. Соответственно и управленческие решения, связанные с осуществлением финансового инвестирования, носят более оперативный характер.

Финансовое инвестирование осуществляется предприятием в следующих основных формах.

1. Вложение капитала в уставные фонды совместных предприятий. Эта форма финансового инвестирования имеет наиболее тесную связь с операционной деятельностью предприятия. Она обеспечивает упрочение стратегических хозяйственных связей с поставщиками сырья и материалов (при участии в их уставном капитале); развитие своей производственной инфраструктуры (при вложении капитала в транспортные и другие аналогичные предприятия); расширение возможностей сбыта продукции или проникновение на другие региональные рынки (путем вложения капитала в уставные фонды предприятий торговли); различные формы отраслевой и товарной диверсификации операционной деятельности и другие стратегические направления развития предприятия. По своему содержанию эта форма финансового инвестирования во многом подменяет реальное инвестирование, являясь при этом менее капиталоемкой и более оперативной.

Приоритетной целью этой формы инвестирования является не столько получение высокой инвестиционной прибыли (хотя минимально необходимый ее уровень должен быть обеспечен), сколько установление форм финансового влияния на предприятия для обеспечения стабильного формирования своей операционной прибыли.

2. Вложение капитала в доходные виды денежных инструментов. Эта форма финансового инвестирования направлена прежде всего на эффективное использование временно свободных денежных активов предприятия. Основным видом денежных инструментов инвестирования является депозитный вклад в коммерческих

банках. Как правило, эта форма используется для краткосрочного инвестирования капитала и ее главной целью является генерирование инвестиционной прибыли.

3. Вложение капитала в доходные виды фондовых инструментов. Эта форма финансовых инвестиций является наиболее массовой и перспективной. Она характеризуется вложением капитала в различные виды ценных бумаг, свободно обращающихся на фондовом рынке (так называемые «рыночные ценные бумаги»). Использование этой формы финансового инвестирования связано с широким выбором альтернативных инвестиционных решений как по инструментам инвестирования, так и по его срокам; более высоким уровнем государственного регулирования и защищенности инвестиций; развитой инфраструктурой фондового рынка; наличием оперативно предоставляемой информации о состоянии и конъюнктуре фондового рынка в разрезе отдельных его сегментов и другими факторами.

Основной целью этой формы финансового инвестирования также является генерирование инвестиционной прибыли, хотя в отдельных случаях она может быть использована для установления форм финансового влияния на отдельные компании при решении стратегических задач (путем приобретения контрольного или достаточно весомого пакета акций).

4.2. Политика управления финансовыми инвестициями

С учетом особенностей и форм финансового инвестирования организуется управление ими на предприятии. При достаточно высокой периодичности осуществления финансовых инвестиций на предприятии разрабатывается специальная политика такого управления.

Политика управления финансовыми инвестициями представляет собой часть общей инвестиционной политики предприятия, обеспечивающей выбор наиболее эффективных финансовых инструментов вложения капитала и своевременное его реинвестирование.

Этапы формирования политики управления финансовыми инвестициями

1. Анализ состояния финансового инвестирования в предшествующем периоде.
2. Определение объема финансового инвестирования в предстоящем периоде.
3. Выбор форм финансового инвестирования.
4. Оценка инвестиционных качеств отдельных финансовых инструментов.
5. Формирование портфеля финансовых инвестиций.
6. Обеспечение эффективного оперативного управления портфелем финансовых инвестиций.

Рассмотрим эти этапы.

1. *Анализ состояния финансового инвестирования в предшествующем периоде.* Основной целью проведения такого анализа является изучение тенденций динамики масштабов, форм и эффективности финансового инвестирования на предприятии в ретроспективе.

На первой стадии анализа изучается общий объем инвестирования капитала в финансовые активы, определяются темпы изменения этого объема и удельного веса финансового инвестирования в общем объеме инвестиций предприятия в предплановом периоде.

На второй стадии анализа исследуются основные формы финансового инвестирования, их соотношение, направленность на решение стратегических задач развития предприятия.

На третьей стадии анализа изучается состав конкретных финансовых инструментов инвестирования, их динамика и удельный вес в общем объеме финансового инвестирования.

На четвертой стадии анализа оценивается уровень доходности отдельных финансовых инструментов и финансовых инвестиций в целом. Он определяется как отношение суммы доходов, полученных в разных формах по отдельным финансовым инструментам (с ее корректировкой на индекс инфляции), к сумме инвестированных в них средств.

Уровень доходности финансовых инвестиций предприятия сопоставляется со средним уровнем доходности на финансовом рынке и уровнем рентабельности собственного капитала.

На пятой стадии анализа оценивается уровень риска отдельных финансовых инструментов инвестирования и их портфеля в целом. Такая оценка осуществляется путем расчета коэффициента вариации полученного инвестиционного дохода за ряд предшествующих отчетных периодов. Рассчитанный уровень риска сопоставляется с уровнем доходности инвестиционного портфеля и отдельных финансовых инструментов инвестирования (соответствие этих показателей рыночной шкале «доходность – риск»).

На шестой стадии анализа оценивается уровень ликвидности отдельных финансовых инструментов инвестирования и их портфеля в целом. Оценка этого показателя производится на основе расчета коэффициента ликвидности инвестиций на дату проведения анализа (в последнем отчетном периоде). Рассчитанный уровень ликвидности сопоставляется с уровнем доходности инвестиционного портфеля и отдельных финансовых инструментов инвестирования.

Проведенный анализ позволяет оценить объем и эффективность портфеля финансовых инвестиций предприятия в предшествующем периоде.

2. Определение объема финансового инвестирования в предстоящем периоде. Этот объем на предприятиях, которые не являются институциональными инвесторами, обычно небольшой и определяется размером свободных финансовых средств, заранее накапливаемых для осуществления предстоящих реальных инвестиций или других расходов будущего периода. Заемные средства к финансовому инвестированию предприятия обычно не привлекаются (за исключением отдельных периодов, когда уровень доходности ценных бумаг существенно превосходит уровень ставки процента за кредит).

Определенный объем финансового инвестирования дифференцируется в разрезе долго- и краткосрочных периодов его осуществления. Объем долгосрочного финансового инвестирования определяется в процессе решения задач эффективного использования инвестиционных ресурсов для реализации реальных инвестиционных проектов, страховых и иных целевых фондов предприятия, формируемых на долгосрочной основе. Объем краткосрочного финансового инвестирования определяется в процессе решения задач

эффективного использования временно свободного остатка денежных активов (в составе оборотного капитала предприятия), образуемого в связи с неравномерностью формирования положительного и отрицательного денежных потоков.

3. *Выбор форм финансового инвестирования.* В рамках планируемого объема финансовых средств, выделяемых на эти цели, определяются конкретные формы этого инвестирования, рассмотренные выше. Выбор этих форм зависит от характера задач, решаемых предприятием в процессе своей хозяйственной деятельности.

Решение стратегических задач развития операционной деятельности связано с выбором таких форм финансового инвестирования, как вложение капитала в уставные фонды совместных предприятий и приобретение контрольного пакета акций отдельных компаний, представляющих стратегический интерес для целей диверсификации этой деятельности.

Решение задач прироста капитала в долгосрочном периоде связано с его вложениями в долгосрочные фондовые и денежные инструменты, прогнозируемая доходность которых с учетом уровня риска удовлетворяет инвестора.

Решение задач получения текущего дохода и противoinфляционной защиты временно свободных денежных активов связано с выбором краткосрочных денежных или долговых фондовых инструментов инвестирования, реальный уровень доходности которых не ниже сложившейся нормы прибыли на инвестируемый капитал (соответствующей шкале «доходность – риск»).

4. *Оценка инвестиционных качеств отдельных финансовых инструментов.* Методы такой оценки дифференцируются в зависимости от видов этих инструментов; основным показателем оценки выступает уровень их доходности, риска и ликвидности. В процессе оценки подробно исследуются факторы, определяющие инвестиционные качества различных видов финансовых инструментов инвестирования акций, облигаций, депозитных вкладов в коммерческих банках и т. п. В системе такого анализа получает отражение оценка инвестиционной привлекательности отраслей экономики и регионов страны, в которой осуществляет свою хозяйственную деятельность тот или иной эмитент ценных бумаг. Важную роль

в процессе оценки играет также характер обращения тех или иных финансовых инструментов инвестирования на организованном и неорганизованном инвестиционном рынке.

5. *Формирование портфеля финансовых инвестиций* осуществляется с учетом оценки инвестиционных качеств отдельных финансовых инструментов. В процессе их отбора в формируемый портфель учитываются следующие основные факторы: тип портфеля финансовых инвестиций, формируемый в соответствии с его приоритетной целью; необходимость диверсификации финансовых инструментов портфеля; обеспечение высокой ликвидности портфеля и др. Особая роль в формировании портфеля финансовых инвестиций отводится обеспечению соответствия целей его формирования стратегическим целям инвестиционной деятельности в целом.

Портфель финансовых инвестиций должен быть оценен по соотношению уровня доходности, риска и ликвидности с тем, чтобы убедиться в том, что по своим параметрам он соответствует тому типу портфеля, который определен целями его формирования. При необходимости усиления целенаправленности портфеля в него вносятся необходимые коррективы.

6. *Обеспечение эффективного оперативного управления портфелем финансовых инвестиций.* При существенных изменениях конъюнктуры финансового рынка инвестиционные качества отдельных финансовых инструментов снижаются. В процессе оперативного управления портфелем финансовых инвестиций обеспечивается своевременная его реструктуризация с целью поддержания целевых параметров его первоначального формирования.

Разработанная политика управления финансовыми инвестициями предприятия определяет основные параметры инвестиционной деятельности предприятия в этой сфере и ее важнейшие критерии.

Контрольные вопросы

1. Что понимается под финансовыми инвестициями?
2. Назовите основные этапы формирования политики управления финансовыми инвестициями. Опишите каждый из них.
3. В чем заключается анализ состояния финансового инвестирования в предшествующем периоде?

Тема 5. ОСНОВЫ УПРАВЛЕНИЯ КАПИТАЛОМ ПРЕДПРИЯТИЯ

5.1. Экономическая сущность и классификация капитала предприятия

Капитал, одна из наиболее часто используемых в финансовом менеджменте экономических категорий, известная задолго до его зарождения, получила новое содержание в условиях перехода страны к рыночным отношениям. Являясь главной экономической базой создания и развития предприятия, капитал в процессе своего функционирования обеспечивает интересы государства, собственников и персонала.

С позиций финансового менеджмента **капитал предприятия характеризует общую стоимость средств в денежной, материальной и нематериальной формах, инвестированных в формирование его активов.**

Рассматривая экономическую сущность капитала предприятия, следует в первую очередь отметить такие его характеристики.

1. Капитал предприятия является основным фактором производства. В экономической теории выделяют три основных фактора производства, обеспечивающих хозяйственную деятельность производственных предприятий, – капитал; землю и другие природные ресурсы; трудовые ресурсы. В системе этих факторов производства капиталу принадлежит приоритетная роль, так как он объединяет все факторы в единый производственный комплекс.

2. Капитал характеризует финансовые ресурсы предприятия, приносящие доход. В этом своем качестве капитал может выступать изолированно от производственного фактора – в форме ссудного капитала, обеспечивающего формирование доходов предприятия не в производственной (операционной), а в финансовой (инвестиционной) сфере его деятельности.

3. Капитал является главным источником формирования благосостояния его собственников. Он обеспечивает необходимый уровень этого благосостояния как в текущем, так и в перспективном периоде. Потребляемая в текущем периоде часть капитала выходит из его состава, будучи направленной на удовлетворение текущих

потребностей его владельцев (т. е. переставая выполнять функции капитала). Накапливаемая часть призвана обеспечить удовлетворение потребностей его собственников в перспективном периоде, т. е. формирует уровень будущего их благосостояния.

4. Капитал предприятия выступает главным измерителем его рыночной стоимости. Это прежде всего собственный капитал предприятия, определяющий объем его чистых активов. Вместе с тем объем используемого предприятием собственного капитала характеризует одновременно и потенциал привлечения им заемных финансовых средств, обеспечивающих получение дополнительной прибыли. В совокупности с другими, менее значимыми факторами, это формирует базу оценки рыночной стоимости предприятия.

5. Динамика капитала предприятия является важнейшим барометром уровня эффективности его хозяйственной деятельности. Способность собственного капитала к самовозрастанию высокими темпами характеризует высокий уровень формирования и эффективное распределение прибыли предприятия, его способность поддерживать финансовое равновесие за счет внутренних источников. В то же время снижение объема собственного капитала является, как правило, следствием неэффективной, убыточной деятельности предприятия.

Высокая роль капитала в экономическом развитии предприятия и обеспечении удовлетворения интересов государства, собственников и персонала определяет его как главный объект финансового управления предприятием, а обеспечение эффективного его использования относится к числу наиболее ответственных задач финансового менеджмента.

Капитал предприятия характеризуется не только своей многоаспектной сущностью, но и многообразием обличий, в которых он выступает. Под общим понятием «капитал предприятия» понимаются самые различные его виды, характеризующиеся в настоящее время несколькими десятками терминов. Все это требует определенной систематизации используемых терминов.

Рассмотрим более подробно отдельные виды капитала предприятия в соответствии с приведенной их систематизацией по основным классификационным признакам.

1. По принадлежности предприятию выделяют собственный и заемный виды его капитала.

Собственный капитал характеризует общую стоимость средств предприятия, принадлежащих ему на правах собственности и используемых им для формирования определенной части его активов. Эта часть активов, сформированная за счет инвестированного в них собственного капитала, представляет собой чистые активы предприятия.

Заемный капитал характеризует привлекаемые для финансирования развития предприятия на возвратной основе денежные средства или другие имущественные ценности. Все формы заемного капитала, используемого предприятием, представляют собой его финансовые обязательства, подлежащие погашению в предусмотренные сроки.

2. По целям использования в составе предприятия могут быть выделены следующие виды капитала: производительный, ссудный и спекулятивный.

Производительный капитал характеризует средства предприятия, инвестированные в его операционные активы для осуществления производственно-сбытовой его деятельности.

Ссудный капитал представляет собой ту его часть, которая используется в процессе инвестирования в денежные инструменты (краткосрочные и долгосрочные депозитные вклады в коммерческих банках), а также в долговые фондовые инструменты (облигации, депозитные сертификаты, векселя и т. п.)

Спекулятивный капитал характеризует ту его часть, которая используется в процессе осуществления спекулятивных (основанных на разнице в ценах) финансовых операций (приобретение деривативов в спекулятивных целях и т. п.).

3. По формам инвестирования различают *капитал в денежной, материальной и нематериальной формах*, используемый для формирования уставного фонда предприятия. Инвестирование капитала в этих формах разрешено законодательством при создании новых предприятий, увеличении объема их уставных фондов.

4. По объекту инвестирования выделяют основной и оборотный виды капитала предприятия.

Основной капитал характеризует ту часть используемого предприятия капиталом, который инвестирован во все виды его внеоборотных активов (а не только в основные средства, как это часто трактуется в литературе).

Оборотный капитал характеризует ту его часть, которая инвестирована во все виды его оборотных активов.

5. По форме нахождения в процессе кругооборота, т. е. в зависимости от стадий общего цикла этого кругооборота, различают *капитал предприятия в денежной, производственной и товарной его формах*. Характеристика этих форм капитала предприятия будет подробно изложена при рассмотрении цикла кругооборота капитала предприятия.

6. По формам собственности выявляют *частный и государственный капитал*, инвестированный в предприятие в процессе формирования его уставного фонда. Такое разделение капитала используется в процессе классификации предприятий по формам собственности.

7. По организационно-правовым формам деятельности определяют следующие виды капитала: *акционерный капитал* (капитал предприятий, созданных в форме акционерных обществ); *паевой капитал* (капитал партнерских предприятий – обществ с ограниченной ответственностью, коммандитных обществ и т. п.) и *индивидуальный капитал* (капитал индивидуальных предприятий – семейных и т. п.).

8. По характеру использования в хозяйственном процессе в практике финансового менеджмента выделяют работающий и неработающий виды капитала.

Работающий капитал характеризует ту его часть, которая принимает непосредственное участие в формировании доходов и обеспечении операционной, инвестиционной и финансовой деятельности предприятия.

Неработающий («мертвый») капитал характеризует ту его часть, которая инвестирована в активы, не принимающие непосредственного участия в осуществлении различных видов хозяйственной деятельности предприятия и формировании его доходов. Примером этого вида капитала являются средства предприятия, инвестированные в неиспользуемые помещения и оборудование; производс-

твенные запасы для продукции, снятой с производства; готовая продукция, на которую полностью отсутствует спрос покупателей в связи с утратой ею потребительских качеств, и т. п.

9. **По характеру использования собственниками** выделяют потребляемый («проедаемый») и накапливаемый (реинвестируемый) виды капитала.

Потребляемый капитал после его распределения на цели потребления теряет функции капитала. Он представляет собой дезинвестиции предприятия, осуществляемые в целях потребления (изъятие части капитала из внеоборотных и оборотных активов в целях выплаты дивидендов, процентов, удовлетворения социальных потребностей персонала и т. п.).

Накапливаемый капитал характеризует различные формы его прироста в процессе капитализации прибыли, дивидендных выплат и т. п.

10. **По источникам привлечения** различают *национальный (отечественный)* и *иностраный капитал*, инвестированный в предприятие. Такое разделение капитала предприятий используется в процессе соответствующей их классификации.

11. **По соответствию правовым нормам функционирования** различают *легальный* и *«теневой» капитал*, используемый в процессе хозяйственной деятельности предприятия. Широко используемый на современном этапе экономического развития страны «теневой» капитал является своеобразной реакцией предпринимателей на установленные государством жесткие «правила игры» в экономике, в первую очередь на неоправданно высокий уровень налогообложения предпринимательской деятельности. Рост объема использования «теневого» капитала в хозяйственной деятельности предприятий служит для государства своеобразным индикатором низкой эффективности принимаемых решений в области налогового регулирования использования капитала в предпринимательской деятельности с позиций соблюдения паритета интересов как государства, так и собственников капитала.

Несмотря на довольно значительный перечень рассмотренных классификационных признаков, он тем не менее не отражает всего

многообразия видов капитала предприятия, используемых в научной терминологии и практике финансового менеджмента.

Функционирование капитала предприятия в процессе его производительного использования характеризуется процессом постоянного кругооборота. Каждый заверченный оборот капитала состоит из ряда стадий.

В процессе кругооборота капитал предприятия проходит три стадии.

На первой стадии капитал в денежной форме инвестируется в операционные активы (оборотные и внеоборотные), преобразуясь тем самым в производительную форму.

На второй стадии производительный капитал в процессе производства продукции преобразуется в товарную форму (включая и форму произведенных услуг).

На третьей стадии товарный капитал по мере реализации произведенных товаров и услуг превращается в денежный капитал.

Средняя продолжительность оборота капитала предприятия характеризуется периодом его оборота в днях (месяцах, годах). Кроме того, этот показатель может быть выражен числом оборотов на протяжении рассматриваемого периода.

Выше были рассмотрены особенности кругооборота капитала предприятия в разрезе отдельных стадий, характеризующих видоизменения его форм. Одновременно с изменением форм движение капитала характеризуется постоянным изменением его суммарной стоимости, которое носит название «стоимостной цикл». (Движение стоимостного цикла капитала предприятия осуществляется по спирали.) В процессе движения стоимостного цикла капитал предприятия может наращивать свою суммарную стоимость в отдельные периоды в результате рентабельного его использования или частично терять ее в результате убыточной хозяйственной деятельности.

Рассмотренная классификация и особенности функционирования капитала предприятия позволяют целенаправленно управлять его продуктивным использованием.

5.2. Принципы формирования капитала предприятия

Эффективность хозяйственной деятельности предприятия во многом определяется целенаправленным формированием его капитала. **Основные цели формирования капитала предприятия: удовлетворение потребности в приобретении необходимых активов и оптимизация его структуры с позиций обеспечения условий эффективного его использования.**

Исходя из этого процесс формирования капитала предприятия строится на основе следующих принципов.

1. **Учет перспектив развития хозяйственной деятельности предприятия.** Процесс формирования объема и структуры капитала подчинен задачам обеспечения его хозяйственной деятельности не только на начальной стадии функционирования предприятия, но и в ближайшей перспективе. Обеспечение перспективности формирования капитала предприятия достигается путем включения всех расчетов, связанных с его формированием, в бизнес-план проекта создания нового предприятия.

2. **Обеспечение соответствия объема привлекаемого капитала объему формируемых активов предприятия.** Общая потребность в капитале предприятия основывается на его потребности в оборотных и внеоборотных активах. Эта общая потребность в капитале, необходимом для создания нового предприятия, включает две группы предстоящих расходов: 1) предстартовые расходы; 2) стартовый капитал.

Предстартовые расходы по созданию нового предприятия представляют собой относительно небольшие суммы финансовых средств, необходимые для разработки бизнес-плана и финансирования связанных с этим исследований. Эти расходы носят разовый характер и, хотя требуют определенных затрат капитала, в составе общей потребности в нем обычно занимают незначительную долю.

Стартовый капитал предназначен для непосредственного формирования активов нового предприятия с целью начала его хозяйственной деятельности (последующее наращение капитала рассматривается как форма расширения деятельности предприятия и связано с формированием дополнительных финансовых ресурсов).

При определении общей потребности в капитале вновь создаваемого предприятия используются обычно два основных метода.

Прямой метод расчета общей потребности в капитале основывается на определении необходимой суммы активов, позволяющих новому предприятию начать хозяйственную деятельность. Этот метод расчета исходит из алгоритма: *общая сумма активов равна общей сумме инвестируемого капитала*. Поэтому расчет общей потребности в активах позволяет получить представление об общей потребности в капитале для создания нового предприятия. Так как расчет потребности в активах создаваемого предприятия осуществляется в трех вариантах (минимально необходимая сумма активов; необходимая сумма активов, обеспечивающая достаточные размеры страховых запасов по отдельным их видам; максимально необходимая сумма активов), он позволяет дифференцировать и общую потребность в капитале нового предприятия в границах от минимальной до максимальной.

Косвенный метод расчета общей потребности в капитале основывается на использовании показателя *капиталоемкость продукции*. Этот показатель дает представление о том, какой размер капитала используется в расчете на единицу произведенной (реализованной) продукции. Он рассчитывается в разрезе отраслей и подотраслей экономики путем деления общей суммы используемого капитала (собственного и заемного) на общий объем произведенной (реализованной) продукции. При этом общая сумма используемого капитала определяется как средняя в рассматриваемом периоде.

Косвенный метод расчета общей потребности в капитале для создания нового предприятия используется лишь на предварительных этапах до разработки бизнес-плана. Этот метод дает лишь приблизительную оценку потребности в капитале, так как показатель среднеотраслевой капиталоемкости продукции существенно колеблется в разрезе предприятий под влиянием отдельных факторов. Основные из таких факторов: а) размер предприятия; б) стадия жизненного цикла предприятия; в) прогрессивность используемой технологии; г) прогрессивность используемого оборудования; д) степень физического износа оборудования; е) уровень использования производственной мощности предприятия и др. Поэтому более точную оценку потребности в капитале для создания нового предприятия при использовании этого метода расчета можно полу-

чить в том случае, если для вычисления будет применен показатель капиталоемкости продукции на действующих предприятиях-аналогах (с учетом вышеперечисленных факторов).

Расчет общей потребности в капитале вновь создаваемого предприятия на основе показателя капиталоемкости продукции осуществляется по следующей формуле:

$$P_{\kappa} = K_n \times OP + PP_{\kappa},$$

где P_{κ} – общая потребность в капитале для создания нового предприятия; K_n – показатель капиталоемкости продукции (среднеотраслевой или аналоговый); OP – планируемый среднегодовой объем производства продукции; PP_{κ} – предстартовые расходы и другие единовременные затраты капитала, связанные с созданием нового предприятия.

3. Обеспечение оптимальности структуры капитала с позиций эффективного его функционирования. Условия формирования высоких конечных результатов деятельности предприятия в значительной степени зависят от структуры используемого капитала.

Структура капитала представляет собой соотношение собственных и заемных финансовых средств, используемых предприятием в процессе своей хозяйственной деятельности.

Структура капитала, используемого предприятием, определяет многие аспекты не только финансовой, но и операционной и инвестиционной его деятельности, оказывает активное воздействие на конечные результаты этой деятельности. Она влияет на коэффициент рентабельности активов и собственного капитала (т. е. на уровень экономической и финансовой рентабельности предприятия), определяет систему коэффициентов финансовой устойчивости и платежеспособности (т. е. уровень основных финансовых рисков) и в конечном счете формирует соотношение степени прибыльности и риска в процессе развития предприятия.

Формирование структуры капитала неразрывно связано с учетом особенностей каждой из его составных частей.

Собственный капитал характеризуется следующими основными *положительными особенностями*:

1) простотой привлечения, так как решения, связанные с увеличением собственного капитала (особенно за счет внутренних

источников его формирования), принимаются собственниками и менеджерами предприятия без необходимости получения согласия других хозяйствующих субъектов;

2) более высокой способностью генерирования прибыли во всех сферах деятельности, так как при его использовании не требуется уплата ссудного процента во всех его формах;

3) обеспечением финансовой устойчивости развития предприятия, его платежеспособности в долгосрочном периоде, а соответственно, и снижением риска банкротства.

Вместе с тем ему присущи следующие *недостатки*:

1) ограниченность объема привлечения, а следовательно, и возможностей существенного расширения операционной и инвестиционной деятельности предприятия в периоды благоприятной конъюнктуры рынка на отдельных этапах его жизненного цикла;

2) высокая стоимость в сравнении с альтернативными заемными источниками формирования капитала;

3) неиспользуемая возможность прироста коэффициента рентабельности собственного капитала за счет привлечения заемных финансовых средств, так как без такого привлечения невозможно обеспечить превышение коэффициента финансовой рентабельности деятельности предприятия над экономической.

Таким образом, *предприятие, использующее только собственный капитал, имеет наивысшую финансовую устойчивость (его коэффициент автономии равен единице), но ограничивает темпы своего развития (так как не может обеспечить формирование необходимого дополнительного объема активов в периоды благоприятной конъюнктуры рынка) и не использует финансовые возможности прироста прибыли на вложенный капитал.*

Заемный капитал характеризуется следующими *положительными особенностями*:

1) достаточно широкими возможностями привлечения, особенно при высоком кредитном рейтинге предприятия, наличии залога или гарантии поручителя;

2) обеспечением роста финансового потенциала предприятия при необходимости существенного расширения его активов и возрастания темпов роста объема его хозяйственной деятельности;

3) более низкой стоимостью в сравнении с собственным капиталом за счет обеспечения эффекта «налогового щита» (изъятия затрат по его обслуживанию из налогооблагаемой базы при уплате налога на прибыль);

4) способностью генерировать прирост финансовой рентабельности (коэффициента рентабельности собственного капитала).

В то же время использование заемного капитала имеет следующие *недостатки*:

1) использование этого капитала генерирует наиболее опасные финансовые риски в хозяйственной деятельности предприятия – риск снижения финансовой устойчивости и потери платежеспособности. Уровень этих рисков возрастает пропорционально росту удельного веса использования заемного капитала;

2) активы, сформированные за счет заемного капитала, генерируют меньшую (при прочих равных условиях) норму прибыли, которая снижается на сумму выплачиваемого ссудного процента во всех его формах (процента за банковский кредит; лизинговой ставки; купонного процента по облигациям; вексельного процента за товарный кредит и т. п.);

3) высокая зависимость стоимости заемного капитала от колебаний конъюнктуры финансового рынка. В ряде случаев при снижении средней ставки ссудного процента на рынке использование ранее полученных кредитов (особенно на долгосрочной основе) становится предприятию невыгодным в связи с наличием более дешевых альтернативных источников кредитных ресурсов;

4) сложность процедуры привлечения (особенно в больших размерах), так как предоставление кредитных ресурсов зависит от решения других хозяйствующих субъектов (кредиторов), требует в ряде случаев соответствующих сторонних гарантий или залога (при этом гарантии страховых компаний, банков или других хозяйствующих субъектов предоставляются, как правило, на платной основе).

Таким образом, *предприятие, использующее заемный капитал, имеет более высокий финансовый потенциал своего развития (за счет формирования дополнительного объема активов) и возможности прироста финансовой рентабельности деятельности, однако в большей мере генерирует финансовый риск и угрозу банкротства (возрастаю-*

щие по мере увеличения удельного веса заемных средств в общей сумме используемого капитала).

4. Обеспечение минимизации затрат по формированию капитала из различных источников. Такая минимизация осуществляется в процессе управления стоимостью капитала, механизм которого подробно рассматривается в п. 5.3.

5. Обеспечение высокоэффективного использования капитала в процессе его хозяйственной деятельности. Реализация этого принципа обеспечивается путем максимизации показателя рентабельности собственного капитала при приемлемом для предприятия уровне финансового риска.

Среди механизмов управления формированием капитала наиболее сложными являются вопросы минимизации стоимости капитала и оптимизации его структуры, которые требуют более подробного изложения.

5.3. Стоимость капитала и принципы её оценки

Одной из важнейших предпосылок эффективного управления капиталом предприятия является оценка его стоимости. **Стоимость капитала представляет собой цену, которую предприятие платит за его привлечение из различных источников.** Концепция такой оценки исходит из того, что капитал как один из важных факторов производства имеет, как и другие его факторы, определенную стоимость, формирующую уровень операционных и инвестиционных затрат предприятия. Эта концепция является одной из базовых в системе управления финансовой деятельностью предприятия. При этом она не сводится только к определению цены привлечения капитала, а определяет целый ряд направлений хозяйственной деятельности предприятия в целом. Рассмотрим основные сферы использования показателя стоимости капитала в деятельности предприятия.

1. Стоимость капитала предприятия служит мерой прибыльности операционной деятельности. Так как стоимость капитала характеризует часть прибыли, которая должна быть уплачена за использование сформированного или привлеченного нового капитала для обеспечения выпуска и реализации продукции, этот показатель выступает

минимальной нормой формирования операционной прибыли предприятия, нижней границей при планировании ее размеров.

2. *Показатель стоимости капитала используется как критерий в процессе осуществления реального инвестирования.* Прежде всего уровень стоимости капитала конкретного предприятия выступает как дисконтная ставка, по которой сумма чистого денежного потока приводится к настоящей стоимости в процессе оценки эффективности отдельных реальных проектов. Кроме того, он служит базой сравнения с внутренней ставкой доходности по рассматриваемому инвестиционному проекту – если она ниже, чем показатель стоимости капитала предприятия, такой инвестиционный проект должен быть отвергнут.

3. *Стоимость капитала предприятия служит базовым показателем формирования эффективности финансового инвестирования.* Так как критерий этой эффективности задается самим предприятием, то при оценке прибыльности отдельных финансовых инструментов базой сравнения выступает показатель стоимости капитала. Этот показатель позволяет оценить не только реальную рыночную стоимость или доходность отдельных инструментов финансового инвестирования, но и сформировать наиболее эффективные направления и виды этого инвестирования на предварительной стадии формирования инвестиционного портфеля. Показатель служит мерой оценки прибыльности сформированного инвестиционного портфеля в целом.

4. *Показатель стоимости капитала предприятия выступает критерием принятия управленческих решений относительно использования аренды (лизинга) или приобретения в собственность производственных основных средств.* Если стоимость использования (обслуживания) финансового лизинга превышает стоимость капитала предприятия, применение этого направления формирования производственных основных средств для предприятия невыгодно.

Показатель стоимости капитала в разрезе отдельных его элементов используется в процессе управления структурой этого капитала на основе механизма финансового левиреджа. Искусство использования финансового левиреджа заключается в формировании наивысшего его дифференциала, одной из составляющих которого является стоимость заемного капитала. Минимизация этой составляющей

обеспечивается в процессе оценки стоимости капитала, привлекаемого из разных заемных источников, и формирования соответствующей структуры источников его использования предприятием.

Уровень стоимости капитала предприятия является важнейшим измерителем уровня рыночной стоимости этого предприятия. Снижение уровня стоимости капитала приводит к соответствующему возрастанию рыночной стоимости предприятия и наоборот. Особенно оперативно эта зависимость реально отражается на деятельности акционерных компаний открытого типа, цена на акции которых поднимается или падает при соответственном снижении или росте стоимости их капитала. Следовательно, управление стоимостью капитала — одно из самостоятельных направлений повышения рыночной стоимости предприятия, что является одной из целей управления его прибылью.

Показатель стоимости капитала выступает критерием оценки и формирования соответствующего типа политики финансирования предприятием своих активов (в первую очередь — оборотных). Исходя из реальной стоимости используемого капитала и оценки предстоящего ее изменения предприятие формирует агрессивный, умеренный (компромиссный) или консервативный тип политики финансирования активов.

Важность оценки стоимости капитала при управлении формированием прибыли в процессе осуществления финансовой деятельности определяет необходимость корректного расчета этого показателя на всех этапах развития предприятия. Процесс оценки стоимости капитала базируется на следующих основных принципах.

1. *Принцип предварительной поэлементной оценки стоимости капитала.* Так как используемый капитал предприятия состоит из неоднородных элементов (прежде всего — собственного и заемного их видов, а внутри них — по источникам формирования), в процессе оценки его необходимо разложить на отдельные составляющие элементы, каждый из которых должен быть объектом осуществления оценочных расчетов.

2. *Принцип обобщающей оценки стоимости капитала.* Поэлементная оценка стоимости капитала служит предпосылкой для обобщающего расчета этого показателя. Таким обобщающим показателем является **средневзвешенная стоимость капитала.**

С учетом приведенных исходных показателей определяется средневзвешенная стоимость капитала (ССК), принципиальная формула расчета которой имеет вид:

$$ССК = \sum_{i=1}^n C_i \times Y_i \cdot$$

Расчитанная средневзвешенная стоимость капитала является *главным критериальным показателем оценки.*

3. *Принцип сопоставимости оценки стоимости собственного и заемного капитала.* В процессе оценки стоимости капитала следует иметь в виду, что суммы используемого собственного и заемного капитала, отражаемые в пассиве баланса предприятия, имеют несопоставимое количественное значение. Если предоставленный в использование предприятию заемный капитал в денежной или товарной форме оценен по сумме в ценах, приближенных к рыночным, то собственный капитал, отражаемый балансом, по отношению к текущей рыночной стоимости существенно занижен. В связи с заниженной оценкой суммы используемого собственного капитала его стоимость в процессе расчетов искусственно завышается. Кроме того, по этой же причине оказывается заниженным его реальный удельный вес в общей сумме используемого предприятием капитала, что приводит к некорректности показателя средневзвешенной его стоимости.

Для обеспечения сопоставимости и корректности расчетов средневзвешенной стоимости капитала сумма собственной его части должна быть выражена в текущей рыночной оценке.

Для этого на первом этапе определяется *стоимость чистых активов предприятия*, характеризующих ту часть его имущества, которая сформирована за счет собственного капитала. Расчет стоимости чистых активов предприятия осуществляется по следующей формуле:

$$ЧА = A - ЗК,$$

где *ЧА* – стоимость чистых активов предприятия; *A* – совокупная стоимость активов предприятия; *ЗК* – сумма используемого предприятием заемного капитала.

На втором этапе определяется состав чистых активов предприятия. При этом исходят из того, что за счет собственного капитала

полностью формируются его внеоборотные операционные активы и определенная часть материальных оборотных активов (запасов товарно-материальных ценностей). Эта последняя часть активов рассчитывается по формуле

$$MOA_c = ЧА - BA_o,$$

где MOA_c – сумма материальных оборотных активов предприятия, сформированных за счет собственного капитала; $ЧА$ – стоимость чистых активов предприятия; BA_o – стоимость внеоборотных операционных активов предприятия.

На третьем этапе проводится индексация (переоценка) балансовой стоимости отдельных элементов внеоборотных операционных активов и собственных материальных оборотных активов с целью их оценки по рыночной стоимости. Сумма переоцененных активов и будет характеризовать текущую рыночную оценку суммы собственного капитала, используемой в сопоставимых расчетах средневзвешенной стоимости капитала.

4. *Принцип динамической оценки стоимости капитала.* Факторы, влияющие на показатель средневзвешенной стоимости капитала, весьма динамичны, поэтому с изменением стоимости отдельных элементов капитала должны вноситься коррективы и в средневзвешенное его значение. Кроме того, принцип динамичности оценки предполагает, что она может осуществляться как по уже сформированному, так и по планируемому к формированию (привлечению) капиталу.

В процессе оценки стоимости сформированного капитала используются фактические (отчетные) показатели, связанные с оценкой отдельных его элементов. Оценка стоимости планируемого к привлечению капитала (соответственно, и средневзвешенной стоимости капитала в плановом периоде) в определенной мере носит вероятностный характер, связанный с прогнозом изменения конъюнктуры финансового рынка, динамики уровня собственной кредитоспособности, меры риска и других факторов.

5. *Принцип взаимосвязи оценки текущей и предстоящей средневзвешенной стоимости капитала предприятия.* Такая взаимосвязь обеспечивается использованием показателя **предельной стоимости капитала**. Он характеризует прирост средневзвешенной стоимости

капитала к сумме каждой новой его единицы, дополнительно привлекаемой предприятием. Расчет этого показателя осуществляется по следующей формуле:

$$ПСК = \frac{\Delta ССК}{\Delta К},$$

где *ПСК* – предельная стоимость капитала; *ΔССК* – прирост средневзвешенной стоимости капитала; *ΔК* – прирост суммы капитала, дополнительно привлекаемого предприятием.

Привлечение дополнительного капитала предприятия как за счет собственных, так и за счет заемных источников имеет на каждом этапе развития предприятия свои экономические пределы и связано с возрастанием средневзвешенной его стоимости. Так, привлечение собственного капитала за счет прибыли ограничено общими ее размерами; увеличение объема эмиссии акций и облигаций сверх точки насыщения рынка возможно лишь при более высоком размере выплачиваемых дивидендов или купонного дохода; привлечение дополнительного банковского кредита в связи с ростом финансового риска для кредиторов (из-за снижения уровня финансовой устойчивости предприятия) может осуществляться лишь на условиях возрастания ставки процента за кредит и т. п.

Такая динамика показателя предельной стоимости капитала должна быть обязательно учтена в процессе управления финансовой деятельностью предприятия. Сравнивая предельную стоимость капитала с ожидаемой нормой прибыли по отдельным хозяйственным операциям, для которых требуется дополнительное привлечение капитала, можно в каждом конкретном случае определить меру эффективности и целесообразности осуществления таких операций. В первую очередь это относится к принимаемым инвестиционным решениям.

6. *Принцип определения границы эффективного использования дополнительно привлекаемого капитала.* Оценка стоимости капитала должна быть завершена выработкой критериального показателя эффективности его дополнительного привлечения. Таким критериальным показателем является **предельная эффективность капитала**. Этот показатель характеризует соотношение прироста уровня прибыльности дополнительно привлекаемого капитала и прироста

средневзвешенной стоимости капитала. Расчет предельной эффективности капитала осуществляется по следующей формуле:

$$ПЭК = \frac{\Delta P_K}{\Delta ССК},$$

где $ПЭК$ – предельная эффективность капитала; ΔP_K – прирост уровня рентабельности капитала; $\Delta ССК$ – прирост средневзвешенной стоимости капитала.

Изложенные принципы оценки позволяют сформировать систему основных показателей, определяющих стоимость капитала и границы эффективного его использования.

Среди рассмотренных показателей основная роль принадлежит показателю средневзвешенной стоимости капитала. Он складывается на предприятии под влиянием многих факторов, основными из которых являются следующие:

- средняя ставка процента, сложившаяся на финансовом рынке;
- доступность различных источников финансирования (кредитов банков; коммерческого кредита; собственной эмиссии акций и облигаций и т. п.);
- отраслевые особенности операционной деятельности, определяющие длительность операционного цикла и уровень ликвидности используемых активов;
- соотношение объемов операционной и инвестиционной деятельности;
- жизненный цикл предприятия;
- уровень риска осуществляемой операционной, инвестиционной и финансовой деятельности.

Учет этих факторов производится в процессе целенаправленного управления стоимостью собственного и заемного капитала предприятия.

5.4. Финансовый леверидж

Одна из главных задач финансового менеджмента – максимизация уровня рентабельности собственного капитала при заданном уровне финансового риска – реализуется разными методами. Одним из основных механизмов выполнения этой задачи является финансовый леверидж.

Финансовый леверидж характеризует использование предприятием 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 предприятием капитала, позволяющий ему получить дополнительную прибыль на собственный капитал.

Показатель, отражающий уровень дополнительно генерируемой прибыли на собственный капитал при различной доле использования заемных средств, называется *эффектом финансового левериджа*. Он рассчитывается по следующей формуле:

$$\text{ЭФЛ} = (1 - C_{\text{НП}}) \times (KBP_a - PK) \times \frac{ЗК}{СК},$$

где *ЭФЛ* – эффект финансового левериджа, заключающийся в приросте коэффициента рентабельности собственного капитала, %; $C_{\text{НП}}$ – ставка налога на прибыль, выраженная десятичной дробью; KBP_a – коэффициент валовой рентабельности активов (отношение валовой прибыли к средней стоимости активов), %; PK – средний размер процентов за кредит, уплачиваемых предприятием за использование заемного капитала, %; $ЗК$ – средняя сумма используемого предприятием заемного капитала; $СК$ – средняя сумма собственного капитала предприятия.

Рассматривая формулу расчета эффекта финансового левериджа, можно выделить в ней три основные составляющие:

1) *налоговый корректор финансового левериджа* ($1 - C_{\text{нп}}$), который показывает, в какой степени проявляется эффект финансового левериджа в связи с различным уровнем налогообложения прибыли;

2) *дифференциал финансового левериджа* ($KBP_a - PK$), который характеризует разницу между коэффициентом валовой рентабельности активов и средним размером процента за кредит;

3) коэффициент финансового левериджа $\left(\frac{ЗК}{СК}\right)$, который характеризует сумму заемного капитала, используемого предприятием, в расчете на единицу собственного капитала.

Выделение этих составляющих позволяет целенаправленно управлять эффектом финансового левериджа в процессе финансовой деятельности предприятия.

Налоговый корректор финансового левериджа практически не зависит от деятельности предприятия, так как ставка налога на прибыль устанавливается законодательно. Вместе с тем в процессе управления финансовым левериджем дифференцированный налоговый корректор может быть использован в следующих случаях:

- 1) если по различным видам деятельности предприятия установлены дифференцированные ставки налогообложения прибыли;
- 2) если по отдельным видам деятельности предприятие использует налоговые льготы по прибыли;
- 3) если отдельные дочерние фирмы предприятия осуществляют свою деятельность в свободных экономических зонах своей страны, где действует льготный режим налогообложения прибыли;
- 4) если отдельные дочерние фирмы предприятия осуществляют свою деятельность в государствах с более низким уровнем налогообложения прибыли.

В этих случаях, воздействуя на отраслевую или региональную структуру производства (соответственно, и на состав прибыли по уровню ее налогообложения), можно, снизив среднюю ставку налогообложения прибыли, повысить воздействие налогового корректора финансового левериджа на его эффект (при прочих равных условиях).

Дифференциал финансового левериджа является главным условием, формирующим положительный эффект финансового левериджа. Этот эффект проявляется только в том случае, если уровень валовой прибыли, генерируемой активами предприятия, превышает средний размер процента за используемый кредит (включающий не только его прямую ставку, но и другие удельные расходы по его привлечению, страхованию и обслуживанию), т. е. если дифференциал финансового левериджа является положительной величиной.

Чем выше положительное значение дифференциала финансового левериджа, тем выше при прочих равных условиях будет его эффект.

В связи с высокой динамичностью этого показателя он требует постоянного мониторинга в процессе управления эффектом финансового левериджа. Этот динамизм обусловлен действием ряда факторов.

Прежде всего в период ухудшения конъюнктуры финансового рынка (в первую очередь сокращения объема предложения на нем свободного капитала) стоимость заемных средств может резко возрасти, превысив уровень валовой прибыли, генерируемой активами предприятия.

Кроме того, снижение финансовой устойчивости предприятия в процессе повышения доли используемого заемного капитала приводит к увеличению риска его банкротства, что вынуждает кредиторов увеличивать уровень ставки процента за кредит с учетом включения в нее премии за дополнительный финансовый риск. При определенном уровне этого риска (соответственно, и уровне общей ставки процента за кредит) дифференциал финансового левериджа может быть сведен к нулю (при котором использование заемного капитала не даст прироста рентабельности собственного капитала) и даже иметь отрицательную величину (при которой рентабельность собственного капитала снизится, так как часть чистой прибыли, генерируемой собственным капиталом, будет уходить на обслуживание используемого заемного капитала по высоким ставкам процента).

Наконец, в период ухудшения конъюнктуры товарного рынка сокращается объем реализации продукции, а соответственно, и размер валовой прибыли предприятия от операционной деятельности. В этих условиях отрицательная величина дифференциала финансового левериджа может формироваться даже при неизменных ставках процента за кредит за счет снижения коэффициента валовой рентабельности активов.

Формирование отрицательного значения дифференциала финансового левериджа по любой из вышеперечисленных причин всегда приводит к снижению коэффициента рентабельности собственного капитала. В этом случае использование предприятием заемного капитала дает отрицательный эффект.

Коэффициент финансового левериджа является тем рычагом (*leverage* в дословном переводе — *рычаг*), который мультиплицирует (пропорционально мультипликатору или коэффициенту изменяет) положительный или отрицательный эффект, получаемый за счет соответствующего значения его дифференциала. При положительном значении дифференциала любой прирост коэффициента финансового левериджа будет вызывать еще больший прирост коэффициента рентабельности собственного капитала, а при отрицательном значении дифференциала прирост коэффициента финансового левериджа будет приводить к еще большему темпу снижения коэффициента рентабельности собственного капитала. Иными словами, прирост коэффициента финансового левериджа мультиплицирует еще больший прирост его эффекта (положительного или отрицательного в зависимости от положительной или отрицательной величины дифференциала финансового левериджа). Аналогично снижение коэффициента финансового левериджа будет приводить к обратному результату, снижая в еще большей степени его положительный или отрицательный эффект.

Таким образом, *при неизменном дифференциале коэффициент финансового левериджа является главным генератором как возрастания суммы и уровня прибыли на собственный капитал, так и финансового риска потери этой прибыли*. Аналогичным образом при неизменном коэффициенте финансового левериджа положительная или отрицательная динамика его дифференциала генерирует как возрастание суммы и уровня прибыли на собственный капитал, так и финансовый риск ее потери.

Знание механизма воздействия финансового левериджа на уровень прибыльности собственного капитала и уровень финансового риска позволяет целенаправленно управлять как стоимостью, так и структурой капитала предприятия.

5.5. Оптимизация структуры капитала

Оптимизация структуры капитала является одной из наиболее важных и сложных задач, решаемых в процессе финансового управления предприятием. **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 предприятия, т. е. максимизируется его рыночная стоимость.**

1. Анализ капитала предприятия. Основной целью этого анализа является выявление тенденций динамики объема и состава капитала в предплановом периоде и их влияния на финансовую устойчивость и эффективность использования капитала.

На первой стадии анализа рассматривается динамика общего объема и основных составных элементов капитала в сопоставлении с динамикой объема производства и реализации продукции; определяется соотношение собственного и заемного капитала и его тенденции; в составе заемного капитала изучается соотношение долго- и краткосрочных финансовых обязательств; определяется размер просроченных финансовых обязательств и выясняются причины просрочки.

На второй стадии анализа рассматривается система коэффициентов финансовой устойчивости предприятия, определяемая структурой его капитала. В процессе проведения такого анализа рассчитываются и изучаются в динамике следующие коэффициенты:

1) *коэффициент автономии* позволяет определить, в какой степени используемые предприятием активы сформированы за счет собственного капитала, т. е. долю чистых активов предприятия в общей их сумме;

2) *коэффициент финансового левериджа* (коэффициент финансирования) позволяет установить, какая сумма заемных средств привлечена предприятием на единицу собственного капитала;

3) *коэффициент долгосрочной финансовой независимости* характеризует отношение суммы собственного и долгосрочного заемного капитала к общей сумме используемого предприятием капитала и позволяет выявить финансовый потенциал предстоящего развития предприятия;

4) *коэффициент соотношения долго- и краткосрочной задолженности* позволяет определить сумму привлечения долгосрочных финансовых кредитов в расчете на единицу краткосрочного заемного капитала, т. е. характеризует политику финансирования активов предприятия за счет заемных средств.

Анализ финансовой устойчивости предприятия дает возможность оценить степень стабильности его финансового развития и уровень финансовых рисков, генерирующих угрозу его банкротства.

На третьей стадии анализа оценивается эффективность использования капитала в целом и отдельных его элементов. В процессе проведения такого анализа рассчитываются и рассматриваются в динамике следующие основные показатели:

1) *период оборота капитала* характеризует число дней, в течение которых осуществляется один оборот собственных и заемных средств, а также капитала в целом. Чем меньше период оборота капитала, тем выше при прочих равных условиях эффективность его использования на предприятии, так как каждый оборот капитала генерирует определенную дополнительную сумму прибыли;

2) *коэффициент рентабельности всего используемого капитала* по своему численному значению соответствует коэффициенту рентабельности совокупных активов, т. е. характеризует уровень экономической рентабельности;

3) *коэффициент рентабельности собственного капитала*, характеризующий достигнутый уровень финансовой рентабельности предприятия, является одним из наиболее важных, так как он служит одним из критериев формирования оптимальной структуры капитала;

4) *капиталоотдача* характеризует объем реализации продукции, приходящейся на единицу капитала, т. е. в определенной мере служит измерителем эффективности операционной деятельности предприятия;

5) *капиталоемкость реализации продукции* показывает, какой объем капитала задействован для обеспечения выпуска единицы продукции, и является базовым для моделирования потребности в капитале в предстоящем периоде с учетом отраслевых особенностей операционной деятельности.

2. Оценка основных факторов, определяющих формирование структуры капитала. Практика показывает, что не существует единых рецептов эффективного соотношения собственного и заемного капитала не только для однотипных предприятий, но даже и для одного предприятия на разных стадиях его развития и при различной конъюнктуре товарного и финансового рынков. Вместе с тем существует ряд объективных и субъективных факторов, учет которых позволяет целенаправленно формировать структуру капитала, обеспечивая условия наиболее эффективного его использования на каждом конкретном предприятии. Основными из этих факторов являются следующие.

- *Отраслевые особенности операционной деятельности предприятия.* Характер этих особенностей определяет структуру активов предприятия, их ликвидность. Предприятия с высоким уровнем фондоемкости производства продукции в силу высокой доли внеоборотных активов имеют обычно более низкий кредитный рейтинг и вынуждены ориентироваться в своей деятельности на использование собственного капитала. Кроме того, характер отраслевых особенностей определяет различную продолжительность операционного цикла. Чем ниже период операционного цикла, тем в большей степени (при прочих равных условиях) может быть использован предприятием заемный капитал.

- *Стадия жизненного цикла предприятия.* Растущие предприятия, находящиеся на ранних стадиях своего жизненного цикла и имеющие конкурентоспособную продукцию, могут привлекать для своего развития большую долю заемного капитала, хотя для таких предприятий стоимость этого капитала может быть выше среднерыночной (на предприятиях, находящихся на ранних стадиях своего жизненного цикла, уровень финансовых рисков более высокий, что учитывается их кредиторами). В то же время предприятия, находящиеся в стадии зрелости, в большей мере должны использовать собственный капитал.

- *Конъюнктура товарного рынка.* Чем стабильнее конъюнктура этого рынка, а соответственно, и стабильнее спрос на продукцию предприятия, тем выше и безопаснее становится использование заемного капитала. И наоборот, в условиях неблагоприятной конъюнктуры

юнктуры и сокращения объема реализации продукции использование заемного капитала ускоренно генерирует снижение уровня прибыли и риск потери платежеспособности; в этих условиях необходимо оперативно снижать коэффициент финансового левериджа за счет уменьшения объема использования заемного капитала.

- *Конъюнктура финансового рынка.* В зависимости от состояния этой конъюнктуры возрастает или снижается стоимость заемного капитала. При существенном возрастании этой стоимости дифференциал финансового левериджа может достичь отрицательного значения (при котором использование заемного капитала приведет к резкому снижению уровня финансовой рентабельности, а в ряде случаев — и к убыточной операционной деятельности). В свою очередь, при существенном снижении этой стоимости резко снижается эффективность использования долгосрочного заемного капитала (если кредитными условиями не оговорена соответствующая корректировка ставки процента за кредит). Наконец, конъюнктура финансового рынка оказывает влияние на стоимость привлечения собственного капитала из внешних источников — при возрастании уровня ссудного процента возрастают и требования инвесторов к норме прибыли на вложенный капитал.

- *Уровень рентабельности операционной деятельности.* При высоком значении этого показателя кредитный рейтинг предприятия возрастает и оно расширяет потенциал возможного использования заемного капитала. Однако в практических условиях этот потенциал часто остается невостребованным в связи с тем, что при высоком уровне рентабельности предприятие имеет возможность удовлетворять дополнительную потребность в капитале за счет более высокого уровня капитализации полученной прибыли. В этом случае собственники предпочитают инвестировать полученную прибыль в собственное предприятие, обеспечивающее высокий уровень отдачи капитала, что при прочих равных условиях снижает удельный вес использования заемных средств.

- *Коэффициент операционного левериджа.* Рост прибыли предприятия обеспечивается совместным проявлением эффекта операционного и финансового левериджа. Поэтому предприятия с растущим объемом реализации продукции, но имеющие в силу отраслевых

особенностей ее производства низкий коэффициент операционного левериджа, могут в гораздо большей степени (при прочих равных условиях) увеличивать коэффициент финансового левериджа, т. е. использовать большую долю заемных средств в общей сумме капитала.

- *Отношение кредиторов к предприятию.* Как правило, кредиторы при оценке кредитного рейтинга предприятия руководствуются своими критериями, не совпадающими иногда с критериями оценки собственной кредитоспособности предприятием. В ряде случаев, несмотря на высокую финансовую устойчивость предприятия, кредиторы могут руководствоваться и иными критериями, которые формируют негативный его имидж и снижают его кредитный рейтинг. Это оказывает соответствующее отрицательное влияние на возможность привлечения предприятием заемного капитала, снижает его финансовую гибкость, т. е. возможность оперативно формировать капитал за счет внешних источников.

- *Уровень налогообложения прибыли.* В условиях низких ставок налога на прибыль или использования предприятием налоговых льгот по прибыли разница в стоимости собственного и заемного капитала, привлекаемого из внешних источников, снижается. Это связано с тем, что эффект налогового корректора при использовании заемных средств уменьшается. В этих условиях более предпочтительным является формирование капитала из внешних источников за счет эмиссии акций (привлечения дополнительного паевого капитала). В то же время при высокой ставке налогообложения прибыли существенно повышается эффективность привлечения заемного капитала.

- *Финансовый менталитет собственников и менеджеров предприятия.* Неприятие высоких уровней рисков формирует консервативный подход собственников и менеджеров к финансированию развития предприятия, при котором его основу составляет собственный капитал. И наоборот, стремление получить высокую прибыль на собственный капитал, невзирая на высокий уровень рисков, формирует агрессивный подход к финансированию развития предприятия, при котором заемный капитал используется в максимально возможном размере.

- *Уровень концентрации собственного капитала.* Для того чтобы сохранить финансовый контроль за управлением предприятием

(контрольный пакет акций или контрольный объем паевого вклада), владельцам предприятия не хочется привлекать дополнительный собственный капитал из внешних источников, даже несмотря на благоприятные к этому предпосылки. Задача сохранения финансового контроля за управлением предприятием в этом случае является критерием формирования дополнительного капитала за счет заемных средств.

С учетом этих факторов управление структурой капитала на предприятии сводится к двум основным направлениям: 1) установлению оптимальных для данного предприятия пропорций использования собственного и заемного капитала; 2) обеспечению привлечения на предприятие необходимых видов и объемов капитала для достижения расчетных показателей его структуры.

3. Оптимизация структуры капитала по критерию максимизации уровня финансовой рентабельности. Для проведения таких оптимизационных расчетов используется механизм финансового левериджа.

4. Оптимизация структуры капитала по критерию минимизации его стоимости. Процесс этой оптимизации основан на предварительной оценке стоимости собственного и заемного капитала при разных условиях его привлечения и осуществлении многовариантных расчетов средневзвешенной стоимости капитала.

5. Оптимизация структуры капитала по критерию минимизации уровня финансовых рисков. Этот метод оптимизации структуры капитала связан с процессом дифференцированного выбора источников финансирования различных составных частей активов предприятия. В этих целях все активы предприятия подразделяются на три группы:

1) *внеоборотные активы;*

2) *постоянная часть оборотных активов* – представляет собой неизменную часть совокупного их размера, которая не зависит от сезонных и других колебаний объема операционной деятельности и не связана с формированием запасов сезонного хранения, досрочного завоза и целевого назначения. Иными словами, она рассматривается как неснижаемый минимум оборотных активов, необходимый предприятию для осуществления текущей операционной деятельности;

3) *переменная часть оборотных активов* – представляет собой варьирующую часть их совокупного размера, которая связана с сезонным возрастанием объема реализации продукции, необходимостью формирования в отдельные периоды деятельности предприятия товарных запасов сезонного хранения, досрочного завоза и целевого назначения. В составе этой переменной части оборотных активов выделяют *максимальную* и *среднюю* потребность в них.

В зависимости от своего отношения к финансовым рискам собственники или менеджеры предприятия избирают один из вариантов финансирования активов. Учитывая, что на современном этапе долгосрочные займы и ссуды предприятиям практически не предоставляются, избранная модель финансирования активов будет представлять соотношение собственного и заемного (краткосрочного) капитала, т. е. оптимизировать его структуру с этих позиций.

6. Формирование показателя целевой структуры капитала. Предельные границы максимально рентабельной и минимально рискованной структуры капитала позволяют определить поле выбора конкретных его значений на плановый период. В процессе этого выбора учитываются ранее рассмотренные факторы, характеризующие индивидуальные особенности деятельности данного предприятия.

Окончательное решение, принимаемое по этому вопросу, позволяет сформировать на предстоящий период показатель *целевой структуры капитала*, в соответствии с которым будет осуществляться последующее его формирование на предприятии путем привлечения финансовых средств из соответствующих источников.

Контрольные вопросы

1. Дайте определение понятия «капитал» и его характеристику.
2. Опишите классификацию капитала предприятия.
3. Выделите положительные особенности собственного и заемного капитала для предприятия.
4. Как вы понимаете понятие «стоимость капитала» и для чего необходимо ею управлять?
5. Что показывает финансовый леверидж?
6. Выделите основные этапы оптимизации структуры капитала предприятия.

6.1. Политика формирования собственных финансовых ресурсов

Финансовую основу предприятия представляет сформированный им собственный капитал на действующем предприятии, который представлен следующими основными формами.

1. *Уставный фонд* – характеризует первоначальную сумму собственного капитала предприятия, инвестированную в формирование его активов для начала осуществления хозяйственной деятельности. Его размер определяется (декларируется) уставом предприятия. Для предприятий отдельных сфер деятельности и организационно-правовых форм (акционерное общество, общество с ограниченной ответственностью) минимальный размер уставного фонда регулируется законодательством.

2. *Резервный фонд (резервный капитал)* – представляет собой зарезервированную часть собственного капитала предприятия, предназначенного для внутреннего страхования его хозяйственной деятельности. Размер этой резервной части собственного капитала определяется учредительными документами. Формирование резервного фонда (резервного капитала) осуществляется за счет прибыли предприятия (минимальный размер отчислений прибыли в резервный фонд регулируется законодательством).

3. *Специальные (целевые) финансовые фонды*. К ним относятся целенаправленно сформированные фонды собственных финансовых средств с целью их последующего целевого расходования. В составе этих финансовых фондов выделяют обычно амортизационный фонд, ремонтный фонд, фонд охраны труда, фонд специальных программ, фонд развития производства и др. Порядок формирования и использования средств этих фондов регулируется уставом и другими учредительными и внутренними документами предприятия.

4. *Нераспределенная прибыль* – характеризует часть прибыли предприятия, полученную в предшествующем периоде и не использованную на потребление собственниками (акционерами, пайщиками) и персоналом. Эта часть прибыли предназначена для капита-

лизации, т. е. для реинвестирования на развитие производства. По своему экономическому содержанию она является одной из форм резерва собственных финансовых средств предприятия, обеспечивающих его производственное развитие в предстоящем периоде.

5. *Прочие формы собственного капитала.* К ним относятся расчеты за имущество (при сдаче его в аренду), расчеты с участниками (по выплате им доходов в форме процентов или дивидендов) и некоторые другие, отражаемые в первом разделе пассива баланса.

Управление собственным капиталом связано не только с обеспечением эффективного использования уже накопленной его части, но и с формированием собственных финансовых ресурсов, обеспечивающих предстоящее развитие предприятия. В процессе управления формированием собственных финансовых ресурсов они классифицируются по источникам этого формирования.

В составе *внутренних источников формирования собственных финансовых ресурсов* основное место принадлежит прибыли, остающейся в распоряжении предприятия, — она формирует преимущественную часть его собственных финансовых ресурсов, обеспечивает прирост собственного капитала, а соответственно, и рост рыночной стоимости предприятия. Определенную роль в составе внутренних источников играют также амортизационные отчисления, особенно на предприятиях с высокой стоимостью используемых собственных основных средств и нематериальных активов; однако сумму собственного капитала предприятия они не увеличивают, а лишь являются средством его реинвестирования. Прочие внутренние источники не играют заметной роли в формировании собственных финансовых ресурсов предприятия.

В составе *внешних источников формирования собственных финансовых ресурсов* основное место принадлежит привлечению предприятием дополнительного паевого (путем дополнительных взносов средств в уставный фонд) или акционерного (путем дополнительной эмиссии и реализации акций) капитала. Для отдельных предприятий одним из внешних источников формирования собственных финансовых ресурсов может являться предоставляемая им безвозмездная финансовая помощь (как правило, такая помощь оказывается лишь отдельным государственным предприятиям раз-

ного уровня). В число прочих внешних источников входят бесплатно передаваемые предприятию материальные и нематериальные активы, включаемые в состав его баланса.

Основу управления собственным капиталом предприятия составляет управление формированием его собственных финансовых ресурсов. В целях обеспечения эффективности управления этим процессом на предприятии разрабатывается обычно специальная финансовая политика, направленная на привлечение собственных финансовых ресурсов из различных источников в соответствии с потребностями его развития в предстоящем периоде.

Политика формирования собственных финансовых ресурсов представляет собой часть общей финансовой стратегии предприятия, заключающейся в обеспечении необходимого уровня самофинансирования его производственного развития.

Политика формирования собственных финансовых ресурсов предприятия разрабатывается по следующим основным этапам.

1. Анализ формирования собственных финансовых ресурсов предприятия в предшествующем периоде. Целью такого анализа является выявление потенциала формирования собственных финансовых ресурсов и его соответствия темпам развития предприятия.

На первом этапе анализа изучаются общий объем формирования собственных финансовых ресурсов, соответствие темпов прироста собственного капитала темпам прироста активов и объема реализуемой продукции предприятия, динамика удельного веса собственных ресурсов в общем объеме формирования финансовых ресурсов в предплановом периоде.

На втором этапе анализа рассматриваются источники формирования собственных финансовых ресурсов. В первую очередь изучается соотношение внешних и внутренних источников формирования собственных финансовых ресурсов, а также стоимость привлечения собственного капитала за счет различных источников.

На третьем этапе анализа оценивается достаточность собственных финансовых ресурсов, сформированных на предприятии в предплановом периоде. Критерием такой оценки выступает показатель «коэффициент самофинансирования развития предприятия». Его динамика отражает тенденцию обеспеченности развития предприятия собственными финансовыми ресурсами.

2. Определение общей потребности в собственных финансовых ресурсах. Эта потребность выявляется по следующей формуле:

$$P_{CFP} = \frac{P_K \times Y_{CK}}{100} - CK_H + P_P,$$

где P_{CFP} – общая потребность в собственных финансовых ресурсах предприятия в планируемом периоде; P_K – общая потребность в капитале на конец планового периода; Y_{CK} – планируемый удельный вес собственного капитала в общей его сумме; CK_H – сумма собственного капитала на начало планируемого периода; P_P – сумма прибыли, направляемой на потребление в плановом периоде.

Расчитанная общая потребность охватывает необходимую сумму собственных финансовых ресурсов, формируемых как за счет внутренних, так и за счет внешних источников.

3. Оценка стоимости привлечения собственного капитала из различных источников. Такая оценка проводится в разрезе основных элементов собственного капитала, формируемого за счет внутренних и внешних источников. Результаты такой оценки служат основой разработки управленческих решений относительно выбора альтернативных источников формирования собственных финансовых ресурсов, обеспечивающих прирост собственного капитала предприятия.

4. Обеспечение максимального объема привлечения собственных финансовых ресурсов за счет внутренних источников. До того как обращаться к внешним источникам формирования собственных финансовых ресурсов, должны быть реализованы все возможности их формирования за счет внутренних источников. Так как основными планируемыми внутренними источниками формирования собственных финансовых ресурсов предприятия являются суммы чистой прибыли и амортизационных отчислений, то в первую очередь следует в процессе планирования этих показателей предусмотреть возможности их роста за счет различных резервов. Метод ускоренной амортизации активной части основных фондов увеличивает возможности формирования собственных финансовых ресурсов за счет этого источника. Однако следует иметь в виду, что рост суммы амортизационных отчислений в процессе проведения ускоренной амортизации отдельных видов основных фондов приводит к соответствующему уменьшению суммы чистой прибыли. Поэтому при изыскании ре-

зервов роста собственных финансовых ресурсов за счет внутренних источников следует исходить из необходимости максимизации совокупной их суммы, т. е. из следующего критерия:

$$ЧП + АО \rightarrow СФР_{МАКС},$$

где $ЧП$ – планируемая сумма чистой прибыли предприятия; $АО$ – планируемая сумма амортизационных отчислений; $СФР_{МАКС}$ – максимальная сумма собственных финансовых ресурсов, формируемых за счет внутренних источников.

5. Обеспечение необходимого объема привлечения собственных финансовых ресурсов из внешних источников. Объем привлечения собственных финансовых ресурсов из внешних источников призван обеспечить ту их часть, которую не удалось сформировать за счет внутренних источников финансирования. Если сумма привлекаемых за счет внутренних источников собственных финансовых ресурсов полностью обеспечивает общую потребность в них в плановом периоде, то в привлечении этих ресурсов за счет внешних источников нет необходимости.

Потребность в привлечении собственных финансовых ресурсов за счет внешних источников рассчитывается по формуле

$$СФР_{ВНЕШ} = П_{СФР} - СФР_{ВНУТ}$$

где $СФР_{внеш}$ – потребность в привлечении собственных финансовых ресурсов за счет внешних источников; $П_{СФР}$ – общая потребность в собственных финансовых ресурсах предприятия в планируемом периоде; $СФР_{внут}$ – сумма собственных финансовых ресурсов, планируемых к привлечению за счет внутренних источников.

Обеспечение удовлетворения потребности в собственных финансовых ресурсах за счет внешних источников планируется за счет привлечения дополнительного паевого капитала (владельцев или других инвесторов), дополнительной эмиссии акций или за счет других источников.

6. Оптимизация соотношения внутренних и внешних источников формирования собственных финансовых ресурсов. Процесс оптимизации основывается на следующих критериях:

1) обеспечении минимальной совокупной стоимости привлечения собственных финансовых ресурсов. Если стоимость привлечения собственных финансовых ресурсов за счет внешних

источников превышает планируемую стоимость привлечения заемных средств, то от такого формирования собственных ресурсов следует отказаться;

2) обеспечении сохранения управления предприятием первоначальными его учредителями. Рост дополнительного паевого или акционерного капитала за счет сторонних инвесторов может привести к потере такой управляемости.

Эффективность разработанной политики формирования собственных финансовых ресурсов оценивается с помощью коэффициента самофинансирования развития предприятия в предстоящем периоде. Его уровень должен соответствовать поставленной цели.

Коэффициент самофинансирования развития предприятия рассчитывается по формуле

$$K_{CF} = \frac{CFP}{\Delta A},$$

где K_{CF} – коэффициент самофинансирования предстоящего развития предприятия; CFP – планируемый объем формирования собственных финансовых ресурсов; ΔA – планируемый прирост активов предприятия.

Успешная реализация разработанной политики формирования собственных финансовых ресурсов связана с решением следующих основных задач:

- проведением объективной оценки стоимости отдельных элементов собственного капитала;
- обеспечением максимизации формирования прибыли предприятия с учетом допустимого уровня финансового риска;
- формированием эффективной политики распределения прибыли (дивидендной политики) предприятия;
- формированием и эффективным осуществлением политики дополнительной эмиссии акций (эмиссионной политики) или привлечения дополнительного паевого капитала.

6.2. Оценка стоимости отдельных элементов собственного капитала

Развитие предприятия требует прежде всего мобилизации и повышения эффективности использования собственного капитала, так как это обеспечивает рост его финансовой устойчивости и уровня платежеспособности. Поэтому первоочередное внимание должно быть уделено оценке стоимости собственного капитала в разрезе отдельных его элементов и в целом.

Оценка стоимости собственного капитала имеет ряд особенностей:

1) существует необходимость постоянной корректировки балансовой суммы собственного капитала в процессе оценки. При этом корректировке подлежит только используемая часть собственного капитала, так как вновь привлекаемый собственный капитал оценен в текущей рыночной стоимости;

2) оценка стоимости вновь привлекаемого собственного капитала носит вероятностный, в значительной мере условный характер. Если привлечение заемного капитала основывается на определенных контрактных или иных фиксированных обязательствах предприятия, то привлечение основной суммы собственного капитала таких контрактных обязательств не содержит (за исключением эмиссии привилегированных акций).

Любые обязательства предприятия по выплате процентов на паевой капитал, дивидендов держателям простых акций и другим выплатам не носят характер контрактных обязательств и являются лишь расчетными плановыми величинами, которые могут быть скорректированы по результатам предстоящей хозяйственной деятельности;

3) суммы выплат собственникам капитала входят в состав налогооблагаемой прибыли, что увеличивает стоимость собственного капитала в сравнении с заемным. Выплаты собственникам капитала в форме процентов и дивидендов осуществляются за счет чистой прибыли предприятия, в то время как выплаты процентов за используемый заемный капитал – за счет издержек (себестоимости), а следовательно, в состав налогооблагаемой базы по прибыли не входят. Это определяет более высокий уровень стоимости вновь привлекаемого собственного капитала в сравнении с заемным;

4) *привлечение собственного капитала связано с более высоким уровнем риска инвесторов, что увеличивает его стоимость на размер премии за риск.* Это связано с тем, что претензии собственников основной части этого капитала (за исключением владельцев привилегированных акций) подлежат удовлетворению при банкротстве предприятия в последнюю очередь;

5) *привлечение собственного капитала не связано, как правило, с возвратным денежным потоком по основной его сумме, что определяет выгодность использования этого источника предприятием, несмотря на более высокую его стоимость.* Если по заемному капиталу возвратный денежный поток наряду с платежами по его обслуживанию включает и возврат суммы основного долга в установленные сроки, то по привлекаемому собственному капиталу возвратный денежный поток включает только платежи процентов и дивидендов собственникам (за исключением отдельных случаев выкупа предприятием собственных акций или паев). Это определяет большую безопасность использования собственного капитала с позиций обеспечения платежеспособности и финансовой устойчивости предприятия, что стимулирует его готовность идти на более высокую стоимость привлечения этого капитала.

С учетом этих особенностей рассмотрим механизм оценки и управления стоимостью собственного капитала.

1. Стоимость функционирующего собственного капитала имеет наиболее надежный базис расчета в виде отчетных данных предприятия. В процессе такой оценки учитываются:

1) *средняя сумма используемого собственного капитала в отчетном периоде по балансовой стоимости.* Этот показатель служит исходной базой корректировки суммы собственного капитала с учетом текущей рыночной его оценки. Расчет этого показателя осуществляется по методу средней хронологической за ряд внутренних отчетных периодов;

2) *средняя сумма используемого собственного капитала в текущей рыночной оценке;*

3) *сумма выплат собственникам капитала (в форме процентов, дивидендов и т. п.) за счет чистой прибыли предприятия.* Эта сумма и представляет собой ту цену, которую предприятие платит за

используемый капитал собственников. В большинстве случаев эту цену определяют сами собственники, устанавливая размер процентов или дивидендов на вложенный капитал в процессе распределения чистой прибыли.

Стоимость функционирующего собственного капитала предприятия в отчетном периоде определяется по формуле

$$CK_{\phi o} = \frac{ЧП_c \times 100}{СК},$$

где $CK_{\phi o}$ – стоимость функционирующего собственного капитала предприятия в отчетном периоде, %; $ЧП_c$ – сумма чистой прибыли, выплаченная собственникам предприятия в процессе ее распределения за отчетный период; $СК$ – средняя сумма собственного капитала предприятия в отчетном периоде.

Процесс управления стоимостью собственного капитала определяется прежде всего сферой его использования – операционной деятельностью предприятия. Он связан с формированием операционной прибыли предприятия и осуществляемой им политикой распределения прибыли.

Соответственно, стоимость функционирующего собственного капитала в плановом периоде определяется по формуле

$$CK_{\phi n} = CK_{\phi o} \times ПВ_m,$$

где $CK_{\phi n}$ – стоимость функционирующего собственного капитала предприятия в плановом периоде, %; $CK_{\phi o}$ – стоимость функционирующего собственного капитала предприятия в отчетном периоде, %; $ПВ_m$ – планируемый темп роста выплат прибыли собственникам на единицу вложенного капитала, выраженный десятичной дробью.

2. Стоимость нераспределенной прибыли последнего отчетного периода оценивается с учетом определенных прогнозных расчетов. Так как нераспределенная прибыль представляет собой ту капитализированную ее часть, которая будет использована в предстоящем периоде, то ценой сформированной нераспределенной прибыли выступают планируемые на ее сумму выплаты собственникам, которым она принадлежит.

Такой подход к оценке нераспределенной прибыли основан на том, что если бы она была выплачена собственникам капитала при ее распределении по результатам отчетного периода, то они, инвес-

тировав ее в любые объекты, получили бы определенную прибыль, которая являлась бы ценой этого инвестированного капитала. Но собственники предпочли инвестировать эту прибыль в собственное предприятие, следовательно, ее ценой выступает планируемая к распределению сумма чистой прибыли предстоящего периода на эту часть инвестируемого капитала.

С учетом такого подхода стоимость нераспределенной прибыли (СНП) приравнивается к стоимости функционирующего собственного капитала предприятия ($СК_{\text{фн}}$) в плановом периоде:

$$СНП = СК_{\text{фн}}.$$

Такой подход позволяет сделать следующий вывод: коль скоро стоимость функционирующего собственного капитала в плановом периоде и стоимость нераспределенной прибыли в этом же периоде равны, при оценке средневзвешенной стоимости капитала в плановом периоде эти элементы капитала могут рассматриваться как единый суммированный элемент, т. е. включаться в оценку с единым суммированным удельным весом.

Процесс управления стоимостью нераспределенной прибыли определяется прежде всего сферой ее использования – инвестиционной деятельностью. Поэтому цели управления этой частью капитала подчинены целям инвестиционной политики предприятия и, соответственно, норма инвестиционной прибыли (внутренняя ставка доходности) всегда должна соотноситься с уровнем стоимости нераспределенной прибыли.

3. Стоимость дополнительно привлекаемого акционерного (паевого) капитала рассчитывается в процессе оценки дифференцированно по привилегированным акциям и по простым акциям (или дополнительно привлекаемым паям).

Стоимость привлечения дополнительного капитала за счет эмиссии привилегированных акций определяется с учетом фиксированного размера дивидендов, который по ним заранее предопределен. Это значительно упрощает процесс определения стоимости данного элемента капитала, так как обслуживание обязательств по привилегированным акциям во многом совпадает с обслуживаемых обязательств по заемному капиталу. Однако существенным различием в характере этого обслуживания с позиций оценки стоимости

является то, что выплаты по обслуживанию заемного капитала относятся на издержки (себестоимость) и поэтому исключены из состава налогооблагаемой прибыли, а дивидендные выплаты по привилегированным акциям осуществляются за счет чистой прибыли предприятия, т. е. не имеют «налогового щита». Кроме выплаты дивидендов, к расходам предприятия относятся также эмиссионные затраты по выпуску акций (так называемые «издержки размещения»), которые составляют ошутимую величину.

С учетом этих особенностей стоимость дополнительно привлекаемого капитала за счет эмиссии привилегированных акций рассчитывается по формуле

$$ССК_{ПР} = \frac{Д_{ПР} \times 100}{K_{ПР} \times (1 - ЭЗ)},$$

где $ССК_{ПР}$ – стоимость собственного капитала, привлекаемого за счет эмиссии привилегированных акций, %; $Д_{ПР}$ – сумма дивидендов, предусмотренных к выплате в соответствии с контрактными обязательствами эмитента; $K_{ПР}$ – сумма собственного капитала, привлекаемого за счет эмиссии привилегированных акций; $ЭЗ$ – затраты по эмиссии акций, выраженные в десятичной дроби по отношению к сумме эмиссии.

Стоимость привлечения дополнительного капитала за счет эмиссии простых акций (или дополнительно привлекаемых паев) требует учета таких показателей:

- 1) суммы дополнительной эмиссии простых акций (или суммы дополнительно привлекаемых паев);
- 2) суммы дивидендов, выплаченных в отчетном периоде на одну акцию (или суммы прибыли, выплаченной собственникам на единицу капитала);
- 3) планируемого темпа роста выплат прибыли собственникам капитала в форме дивидендов (или процентов);
- 4) планируемых затрат по эмиссии акций (или привлечению дополнительного паевого капитала).

В процессе привлечения этого вида собственного капитала следует иметь в виду, что по стоимости он является наиболее дорогим, так как расходы по его обслуживанию не уменьшают базу

налогообложения прибыли, а премия за риск – наиболее высокая, так как этот капитал при банкротстве предприятия защищен в наименьшей степени.

Расчет стоимости дополнительного капитала, привлекаемого за счет эмиссии простых акций (дополнительных паев), осуществляется по формуле

$$ССК_{ПА} = \frac{K_A \times D_{ПА} \times ПВ_T \times 100}{K_{ПА} \times (1 - ЭЗ)},$$

где $ССК_{ПА}$ – стоимость собственного капитала, привлекаемого за счет эмиссии простых акций (дополнительных паев), %; K_A – количество дополнительно эмитируемых акций; $D_{ПА}$ – сумма дивидендов, выплаченных на одну простую акцию в отчетном периоде (или выплат на единицу паев), %; $ПВ_T$ – планируемый темп выплат дивидендов (процентов по паям), выраженный десятичной дробью; $K_{ПА}$ – сумма собственного капитала, привлеченного за счет эмиссии простых акций (дополнительных паев); $ЭЗ$ – затраты по эмиссии акций, выраженные в десятичной дроби по отношению к сумме эмиссии акций (дополнительных паев).

Процесс управления стоимостью привлечения собственного капитала за счет внешних источников характеризуется высоким уровнем сложности и требует высокой квалификации исполнителей. Это управление осуществляется путем разработки и реализации эмиссионной политики предприятия, а также его дивидендной политики (или политики распределения прибыли).

С учетом оценки стоимости отдельных составных элементов собственного капитала и удельного веса каждого из этих элементов в общей его сумме может быть рассчитан показатель средневзвешенной стоимости собственного капитала предприятия.

6.3. Дивидендная политика

Термин «дивидендная политика» связан с распределением прибыли в акционерных обществах. Однако рассматриваемые в этом пункте принципы и методы распределения прибыли применимы не только к акционерным обществам, но и к предприятиям любой иной организационно-правовой формы деятельности (в этом слу-

чае меняться будет только терминология – вместо терминов «акция» и «дивиденд» будут использоваться термины «пай», «вклад» и «прибыль на вклад»; механизм же выплаты доходов собственникам останется таким же). Распределение прибыли в акционерном обществе представляет собой наиболее сложный его вариант и поэтому избран для рассмотрения всех аспектов этого механизма. В более широком трактовании под термином «дивидендная политика» можно понимать механизм формирования доли прибыли, выплачиваемой собственнику в соответствии с долей его вклада в общую сумму собственного капитала предприятия.

Основной целью разработки дивидендной политики является установление необходимой пропорциональности между текущим потреблением прибыли собственниками и будущим ее ростом, максимизирующим рыночную стоимость предприятия и обеспечивающим стратегическое его развитие.

Исходя из этой цели понятие дивидендной политики может быть сформулировано следующим образом: **дивидендная политика представляет собой составную часть общей политики управления прибылью, заключающуюся в оптимизации пропорций между потребляемой и капитализируемой ее частями с целью максимизации рыночной стоимости предприятия.**

Формированию оптимальной дивидендной политики в странах с развитой рыночной экономикой посвящены многочисленные теоретические исследования. Наиболее распространенными теориями, связанными с механизмом формирования дивидендной политики, являются следующие.

1. Теория независимости дивидендов. Ее авторы – Ф. Модильяни и М. Миллер (упоминаемые обычно при ссылках под аббревиатурой ММ) утверждают, что избранная дивидендная политика не оказывает никакого влияния ни на рыночную стоимость предприятия (цену акций), ни на благосостояние собственников в текущем или перспективном периоде, так как эти показатели зависят от суммы формируемой, а не распределяемой прибыли. В соответствии с этой теорией дивидендной политике отводится пассивная роль в механизме управления прибылью. При этом свою теорию они сопроводили значительным количеством ограничений, которые

в реальной практике управления прибылью обеспечить невозможно. Несмотря на свою уязвимость в плане практического использования, теория стала отправным пунктом поиска более оптимальных решений механизма формирования дивидендной политики.

2. Теория предпочтительности дивидендов (или «синица в руках»).

Ее авторы — М. Гордон и Д. Линтнер полагают, что каждая единица текущего дохода (выплаченного в форме дивидендов), в силу того что она «очищена от риска», стоит всегда больше, чем доход, отложенный на будущее, в связи с присущим ему риском. Исходя из этой теории максимизация дивидендных выплат предпочтительнее, чем капитализация прибыли. Однако противники этой теории 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 (фактор риска может быть учтен лишь менталитетом собственников; он определяется уровнем риска хозяйственной деятельности той или иной компании, а не характером дивидендной политики).

3. Теория минимизации дивидендов (или «теория налоговых предпочтений»).

В соответствии с этой теорией эффективность дивидендной политики определяется критерием минимизации налоговых выплат по текущим и предстоящим доходам собственников. А так как налогообложение текущих доходов в форме получаемых дивидендов всегда выше, чем предстоящих (с учетом фактора стоимости денег во времени, налоговых льгот на капитализируемую прибыль и т. п.), дивидендная политика должна обеспечивать минимизацию дивидендных выплат, а соответственно максимизацию капитализации прибыли, с тем чтобы получить наивысшую налоговую защиту совокупного дохода собственников. Однако такой подход к дивидендной политике не устраивает многочисленных мелких акционеров с низким уровнем доходов, постоянно нуждающихся в текущих их поступлениях в форме дивидендных выплат (что снижает объем спроса на акции таких компаний, а значит, и котируемую рыночную цену этих акций).

4. Сигнальная теория дивидендов (или «теория сигнализации»).

Эта теория построена на том, что основные модели оценки

текущей реальной рыночной стоимости акций в качестве базисного элемента используют размер выплачиваемых по ней дивидендов. Таким образом, рост уровня дивидендных выплат определяет автоматическое возрастание реальной, а следовательно, и котируемой рыночной стоимости акций, что при их реализации приносит акционерам дополнительный доход. Кроме того, выплата высоких дивидендов «сигнализирует» о том, что компания находится на подъеме и ожидает существенный рост прибыли в предстоящем периоде. Эта теория неразрывно связана с высокой прозрачностью фондового рынка, на котором оперативно полученная информация оказывает существенное влияние на колебания рыночной стоимости акций.

5. Теория соответствия дивидендной политики составу акционеров (или «теория клиентуры»). Согласно этой теории компания должна осуществлять такую дивидендную политику, которая соответствует ожиданиям большинства акционеров, их менталитету. Если основной состав акционеров («клиентура» акционерной компании) отдает предпочтение текущему доходу, то дивидендная политика должна исходить из преимущественного направления прибыли на цели текущего потребления. И наоборот, если основной состав акционеров отдает предпочтение увеличению своих предстоящих доходов, то дивидендная политика должна исходить из преимущественной капитализации прибыли в процессе ее распределения. Та часть акционеров, которая с такой дивидендной политикой будет не согласна, реинвестирует свой капитал в акции других компаний, в результате чего состав «клиентуры» станет более однородным.

Практическое использование этих теорий позволило выработать три подхода к формированию дивидендной политики – консервативный, умеренный (компромиссный) и агрессивный. Каждому из этих подходов соответствует определенный *тип дивидендной политики*.

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 предприятия. Если по имеющимся инвестиционным проектам уровень внутренней ставки доходнос-

ти превышает средневзвешенную стоимость капитала (или другой избранный критерий, например, коэффициент финансовой рентабельности), то основная часть прибыли должна быть направлена на реализацию таких проектов, так как она обеспечит высокий темп роста капитала (отложенного дохода) собственников. Преимуществом политики этого типа является обеспечение высоких темпов развития предприятия, повышение его финансовой устойчивости. Недостаток этой политики заключается в нестабильности размеров дивидендных выплат, полной непредсказуемости формируемых их размеров в предстоящем периоде и даже отказ от их выплат в период высоких инвестиционных возможностей, что отрицательно сказывается на формировании уровня рыночной цены акций. Такая дивидендная политика используется обычно лишь на ранних стадиях жизненного цикла предприятия, связанных с высоким уровнем его инвестиционной активности.

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. Недостаток этой политики – ее слабая связь с финансовыми результатами деятельности предприятия, в связи с чем в периоды неблагоприятной конъюнктуры и низкого размера формируемой прибыли инвестиционная деятельность может быть сведена к нулю. Для того чтобы избежать этих негативных последствий, стабильный размер дивидендных выплат устанавливается обычно на относительно низком уровне, что и относит данный тип дивидендной политики к категории консервативной, минимизирующей риск снижения финансовой устойчивости предприятия из-за недостаточных темпов прироста собственного капитала.

3. Политика минимального стабильного размера дивидендов с надбавкой в отдельные периоды (или политика «экстра-дивиденда»), по весьма распространенному мнению, представляет собой наиболее

взвешенный ее тип. Ее преимуществом является стабильная гарантированная выплата дивидендов в минимально предусмотренном размере (как в предыдущем случае) при высокой связи с финансовыми результатами деятельности предприятия, позволяющей увеличивать размер дивидендов в периоды благоприятной хозяйственной конъюнктуры, не снижая при этом уровень инвестиционной активности. Такая дивидендная политика дает наибольший эффект на предприятиях с нестабильным в динамике размером формирования прибыли. Основным недостатком этой политики заключается в том, что при продолжительной выплате минимальных размеров дивидендов инвестиционная привлекательность акций компании снижается и, соответственно, падает их рыночная стоимость.

4. 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. Основным недостатком — нестабильность размеров дивидендных выплат на акцию, определяемая нестабильностью суммы формируемой прибыли. Эта нестабильность вызывает резкие перепады в рыночной стоимости акций по отдельным периодам, что препятствует максимизации рыночной стоимости предприятия в процессе осуществления такой политики (она сигнализирует о высоком уровне риска хозяйственной деятельности предприятия). Даже при высоком уровне дивидендных выплат такая политика не привлекает обычно инвесторов (акционеров), избегающих риска. Только зрелые компании со стабильной прибылью могут позволить себе осуществление дивидендной политики этого типа; если размер прибыли существенно варьирует в динамике, эта политика генерирует высокую угрозу банкротства.

5. 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 осуществлении такой политики происходит, как правило, в твердо

установленном проценте прироста к их размеру в предшествующем периоде (на этом принципе построена «*Модель Гордона*», определяющая рыночную стоимость акций таких компаний). Преимуществом такой политики является обеспечение высокой рыночной стоимости акций компании и формирование положительного ее имиджа у потенциальных инвесторов при дополнительных эмиссиях. Недостаток этой политики – отсутствие гибкости в ее проведении и постоянное возрастание финансовой напряженности: если темп роста коэффициента дивидендных выплат возрастает (т. е. если фонд дивидендных выплат растет быстрее, чем сумма прибыли), то инвестиционная активность предприятия сокращается, а коэффициенты финансовой устойчивости снижаются (при прочих равных условиях). Поэтому осуществление такой дивидендной политики могут позволить себе лишь реально процветающие акционерные компании. Если эта политика не подкреплена постоянным ростом прибыли компании, то она представляет собой верный путь к ее банкротству.

С учетом приведенных принципов дивидендная политика акционерного общества формируется следующим образом.

Первоначальный этап формирования дивидендной политики предполагает изучение и оценку факторов, определяющих данную политику. В практике финансового менеджмента эти факторы принято подразделять на четыре группы.

1. Факторы, характеризующие инвестиционные возможности предприятия. К числу основных факторов этой группы относятся:

- 1) стадия жизненного цикла компании (на ранних стадиях жизненного цикла акционерная компания вынуждена больше средств инвестировать в свое развитие, ограничивая выплату дивидендов);
- 2) необходимость расширения акционерной компанией своих инвестиционных программ (в периоды активизации инвестиционной деятельности, направленной на расширенное воспроизводство основных фондов и нематериальных активов, потребность в капитализации прибыли возрастает);
- 3) степень готовности отдельных инвестиционных проектов с высоким уровнем эффективности (отдельные подготовленные проекты требуют ускоренной реализации в целях обеспечения эффективной их эксплуатации при благоприятной конъюнктуре

рынка, что обуславливает необходимость концентрации собственных финансовых ресурсов в эти периоды).

2. Факторы, характеризующие возможности формирования финансовых ресурсов из альтернативных источников. В этой группе факторов основными являются:

- 1) достаточность резервов собственного капитала, сформированных в предшествующем периоде;
- 2) стоимость привлечения дополнительного акционерного капитала;
- 3) стоимость привлечения дополнительного заемного капитала;
- 4) доступность кредитов на финансовом рынке;
- 5) уровень кредитоспособности акционерного общества, определяемый его текущим финансовым состоянием.

3. Факторы, связанные с объективными ограничениями. Основные факторы этой группы:

- 1) уровень налогообложения дивидендов;
- 2) уровень налогообложения имущества предприятий;
- 3) достигнутый эффект финансового левериджа, обусловленный сложившимся соотношением используемого собственного и заемного капитала;
- 4) фактический размер получаемой прибыли и коэффициент рентабельности собственного капитала.

4. Прочие факторы. В составе этих факторов могут быть выделены:

- 1) конъюнктурный цикл товарного рынка, участником которого является акционерная компания (в период подъема конъюнктуры эффективность капитализации прибыли значительно возрастает);
- 2) уровень дивидендных выплат компаниями-конкурентами;
- 3) неотложность платежей по ранее полученным кредитам (поддержание платежеспособности представляется более приоритетной задачей в сравнении с ростом дивидендных выплат);
- 4) возможность утраты контроля над управлением компанией (низкий уровень дивидендных выплат может привести к снижению рыночной стоимости акций компании и их массовому «сбросу» акционерами, что увеличивает риск финансового захвата акционерной компании конкурентами).

Оценка этих факторов позволяет определить выбор того или иного типа дивидендной политики на ближайший перспективный период.

Механизм распределения прибыли акционерного общества в соответствии с избранным типом дивидендной политики предусматривает такую последовательность действий.

На первом этапе из суммы чистой прибыли вычитаются формируемые за ее счет обязательные отчисления в резервный и другие обязательные фонды специального назначения, предусмотренные уставом общества. «Очищенная» сумма чистой прибыли представляет собой так называемый «дивидендный коридор», в рамках которого реализуется соответствующий тип дивидендной политики.

На втором этапе оставшаяся часть чистой прибыли распределяется на капитализируемую и потребляемую ее части. Если акционерное общество придерживается остаточного типа дивидендной политики, то в процессе этого этапа расчетов приоритетной задачей является формирование фонда производственного развития и наоборот.

На третьем этапе сформированный за счет прибыли фонд потребления распределяется на фонд дивидендных выплат и фонд потребления персонала акционерного общества (предусматривающий дополнительное материальное стимулирование работников и удовлетворение их социальных нужд). Основой такого распределения является избранный тип дивидендной политики и обязательства акционерного общества по коллективному договору.

Определение уровня дивидендных выплат на одну простую акцию осуществляется по формуле

$$УДВ_{ПА} = \frac{\PhiДВ - ВП}{K_{ПА}},$$

где $УДВ_{ПА}$ – уровень дивидендных выплат на одну акцию; $\PhiДВ$ – фонд дивидендных выплат, сформированный в соответствии с избранным типом дивидендной политики; $ВП$ – фонд выплат дивидендов владельцам привилегированных акций (по предусматриваемому их уровню); $K_{ПА}$ – количество простых акций, эмитированных акционерным обществом.

Важный этап формирования дивидендной политики – выбор форм выплаты дивидендов. Основными из таких форм являются следующие.

1. Выплата дивидендов наличными деньгами (чеками). Это наиболее простая и самая распространенная форма дивидендных выплат.

2. Выплата дивидендов акциями. Предусматривает предоставление акционерам вновь эмитированные акции на сумму дивидендных выплат. Она представляет интерес для акционеров, менталитет которых ориентирован на рост капитала в предстоящем периоде. Акционеры, предпочитающие текущий доход, могут продать в этих целях дополнительные акции на рынке.

3. Автоматическое реинвестирование. Предоставляет акционерам право индивидуального выбора – получить дивиденды наличными или реинвестировать их в дополнительные акции (в этом случае акционер заключает с компанией или обслуживающей ее брокерской конторой соответствующее соглашение).

4. Выкуп акций компанией. Рассматривается как одна из форм реинвестирования дивидендов, в соответствии с которой на сумму дивидендного фонда компания скупает на фондовом рынке часть свободно обращающихся акций. Это позволяет автоматически увеличивать размер прибыли на одну оставшуюся акцию и повышать коэффициент дивидендных выплат в предстоящем периоде. Такая форма использования дивидендов требует согласия акционеров.

Для оценки эффективности дивидендной политики акционерного общества используют следующие показатели:

1) **коэффициент дивидендных выплат** – рассчитывается по формулам:

$$K_{ДВ} = \frac{\Phi ДВ}{ЧП} \quad \text{или} \quad K_{ДВ} = \frac{Д_A}{ЧП_A},$$

где $K_{ДВ}$ – коэффициент дивидендных выплат; $\Phi ДВ$ – фонд дивидендных выплат, сформированный в соответствии с избранным типом дивидендной политики; $ЧП$ – сумма чистой прибыли акционерного общества; $Д_A$ – сумма дивидендов, выплачиваемых на одну акцию; $ЧП_A$ – сумма чистой прибыли, приходящейся на одну акцию;

2) **коэффициент соотношения цены и дохода по акции** – определяется по формуле

$$K_{ц/д} = \frac{PЦ_A}{D_A},$$

где $K_{ц/д}$ – коэффициент соотношения цены и дохода по акции; $PЦ_A$ – рыночная цена одной акции; D_A – сумма дивидендов, выплаченных на одну акцию.

При оценке эффективности дивидендной политики могут быть использованы также показатели динамики рыночной стоимости акций.

6.4. Эмиссионная политика

Эмиссионная деятельность предприятия охватывает широкий спектр проблем, выходящих за рамки финансового менеджмента. Поэтому, рассматривая вопросы эмиссионной политики предприятия как формы привлечения собственных финансовых ресурсов из внешних источников, мы введем ряд ограничений.

Во-первых, эмиссионная политика предприятия в рассматриваемом варианте будет ограничена вопросами эмиссии только акций – основного источника формирования собственного капитала на фондовом рынке (вопросы эмиссии облигаций и других долговых ценных бумаг предприятия в этом пункте рассматриваться не будут).

Во-вторых, из перечня рассматриваемых вопросов будет исключено акционирование приватизируемых государственных предприятий.

В-третьих, ограничимся рассмотрением лишь финансовых аспектов эмиссионной политики, не затрагивая организационных и других ее вопросов (печатания бланков акций, регистрации выпуска, публикации эмиссионного проспекта и т. п.).

Привлечение собственного капитала из внешних источников путем дополнительной эмиссии акций – сложный и дорогостоящий процесс. Поэтому к данному источнику формирования собственных финансовых ресурсов следует прибегать лишь в крайне ограниченных случаях.

С позиции финансового менеджмента *основной целью* эмиссионной политики является привлечение на фондовом рынке необходимого объема собственных финансовых средств в минимально возможные сроки. С учетом сформулированной цели **эмиссионная**

политика предприятия представляет собой часть общей политики формирования собственных финансовых ресурсов, заключающейся в обеспечении привлечения необходимого их объема за счет выпуска и размещения на фондовом рынке собственных акций.

Разработка эффективной эмиссионной политики предприятия охватывает следующие этапы.

1. Исследование возможностей эффективного размещения предполагаемой эмиссии акций. Решение о предполагаемой первичной (при преобразовании предприятия в акционерное общество) или дополнительной (если предприятие уже создано в форме акционерного общества и нуждается в дополнительном притоке собственного капитала) эмиссии акций можно принять лишь на основе всестороннего предварительного анализа конъюнктуры фондового рынка и оценки инвестиционной привлекательности своих акций.

Анализ конъюнктуры фондового рынка (биржевого и внебиржевого) включает характеристику состояния спроса и предложения акций, динамику уровня цен их котировки, объемов продаж акций новых эмиссий и ряда других показателей. Результатом проведения такого анализа является определение уровня чувствительности реагирования фондового рынка на появление новой эмиссии и оценка его потенциала поглощения эмитируемых объемов акций.

Оценка инвестиционной привлекательности своих акций проводится с позиции учета перспективности развития отрасли (в сравнении с другими отраслями), конкурентоспособности производимой продукции, а также уровня показателей своего финансового состояния (в сравнении со среднеотраслевыми показателями). В процессе оценки определяется возможная степень инвестиционной предпочтительности акций своей компании в сравнении с обращающимися акциями других компаний.

2. Определение целей эмиссии. В связи с высокой стоимостью привлечения собственного капитала из внешних источников цели эмиссии должны быть достаточно весомыми с позиций стратегического развития предприятия и возможностей существенного повышения его рыночной стоимости в предстоящем периоде. Основными из таких целей, которыми предприятие руководствуется, прибегая к этому источнику формирования собственного капитала, являются:

1) реальное инвестирование, связанное с отраслевой (подотраслевой) и региональной диверсификацией производственной деятельности (создание сети новых филиалов, дочерних фирм, новых производств с большим объемом выпуска продукции и т. п.);

2) необходимость существенного улучшения структуры используемого капитала (повышение доли собственного капитала с целью роста уровня финансовой устойчивости; обеспечение более высокого уровня собственной кредитоспособности и снижение за счет этого стоимости привлечения заемного капитала; повышение эффекта финансового левериджа и т. п.);

3) намечаемое поглощение других предприятий с целью получения эффекта синергизма (участие в приватизации сторонних государственных предприятий также может рассматриваться как вариант их поглощения, если при этом обеспечивается приобретение контрольного пакета акций или преимущественная доля в уставном фонде);

4) иные цели, требующие быстрой аккумуляции значительного объема собственного капитала.

3. Определение объема эмиссии. При определении объема эмиссии необходимо исходить из ранее рассчитанной потребности в привлечении собственных финансовых ресурсов за счет внешних источников.

4. Определение номинала, видов и количества эмитируемых акций. Номинал акций определяется с учетом основных категорий предстоящих их покупателей (наибольшие номиналы акций ориентированы на их приобретение институциональными инвесторами, а наименьшие – на приобретение населением). В процессе определения видов акций (простых и привилегированных) устанавливается целесообразность выпуска привилегированных акций; если такой выпуск признан целесообразным, то устанавливается соотношение простых и привилегированных акций (при этом следует иметь в виду, что в соответствии с действующим законодательством доля привилегированных акций не может превышать 10 % общего объема эмиссии). Количество эмитируемых акций определяется исходя из объема эмиссии и номинала одной акции (в процессе одной эмиссии может быть установлен лишь один вариант номинала акций).

5. Оценка стоимости привлекаемого акционерного капитала.

В соответствии с принципами такой оценки она осуществляется по двум параметрам: 1) предполагаемому уровню дивидендов (он определяется исходя из избранного типа дивидендной политики); 2) затратам по выпуску акций и размещению эмиссии (приведенным к среднегодовому размеру). Расчетная стоимость привлекаемого капитала сопоставляется с фактической средневзвешенной стоимостью капитала и средним уровнем ставки процента на рынке капитала. Лишь после этого принимается окончательное решение об осуществлении эмиссии акций.

6. Определение эффективных форм андеррайтинга. Для того чтобы быстро и эффективно провести открытое размещение эмитируемого объема акций, необходимо определить состав андеррайтеров, согласовать с ними цены начальной котировки акций и размер комиссионного вознаграждения, обеспечить регулирование объемов продажи акций в соответствии с потребностями в потоке поступления финансовых средств, обеспечивающих поддержание ликвидности уже размещенных акций на первоначальном этапе их обращения.

С учетом возросшего объема собственного капитала предприятие имеет возможность, используя неизменный коэффициент финансового левериджа, увеличить объем привлекаемых заемных средств, а следовательно, повысить рентабельность собственного капитала.

Контрольные вопросы

1. Назовите основные формы собственного капитала предприятия.
2. Кому принадлежит основное место в составе внутренних источников формирования собственных финансовых ресурсов?
3. Определите основные этапы политики формирования собственных финансовых ресурсов предприятия.
4. Каковы особенности оценки стоимости собственного капитала?
5. Что является основной целью разработки дивидендной политики?
6. В чем заключается теория независимости дивидендов?
7. Назовите наиболее распространенные теории, связанные с механизмом формирования дивидендной политики.
8. Какие вы знаете типы дивидендной политики?
9. Какие этапы включает разработка эффективной эмиссионной политики предприятия?

7.1. Политика привлечения заемных средств

Эффективная финансовая деятельность предприятия невозможна без постоянного привлечения заемных средств. Использование заемного капитала позволяет существенно расширить объем хозяйственной деятельности предприятия, обеспечить более эффективное использование собственного капитала, ускорить формирование различных целевых финансовых фондов, а в конечном счете – повысить рыночную стоимость предприятия.

Хотя основу любого бизнеса составляет собственный капитал, на предприятиях ряда отраслей экономики объем используемых заемных средств значительно превосходит объем собственного капитала. В связи с этим управление привлечением и эффективным использованием заемных средств является одной из важнейших функций финансового менеджмента, направленной на обеспечение достижения высоких конечных результатов хозяйственной деятельности предприятия.

Заемный капитал, используемый предприятием, характеризует в совокупности объем его финансовых обязательств (общую сумму долга). Эти финансовые обязательства в современной хозяйственной практике дифференцируются следующим образом.

1. Долгосрочные финансовые обязательства. К ним относятся все формы функционирующего на предприятии заемного капитала со сроком его использования более одного года. Основными формами этих обязательств являются долгосрочные кредиты банков и долгосрочные заемные средства (задолженность по налоговому кредиту; задолженность по эмитированным облигациям; задолженность по финансовой помощи, предоставленной на возвратной основе, и т. п.), срок погашения которых еще не наступил или не погашенные в предусмотренный срок.

2. Краткосрочные финансовые обязательства. К ним относятся все формы привлеченного заемного капитала со сроком его использования до одного года. Основными формами этих обязательств являются краткосрочные кредиты банков и краткосрочные заем-

ные средства (как предусмотренные к погашению в предстоящем периоде, так и не погашенные в установленный срок), различные формы кредиторской задолженности предприятия (по товарам, работам и услугам; по выданным векселям; по полученным авансам; по расчетам с бюджетом и внебюджетными фондами; по оплате труда; с дочерними предприятиями; с другими кредиторами) и другие краткосрочные финансовые обязательства.

В процессе развития предприятия по мере погашения его финансовых обязательств возникает потребность в привлечении новых заемных средств. Источники и формы привлечения заемных средств предприятием весьма многообразны.

С учетом изложенной классификации организуется управление привлечением заемных средств, которое представляет собой целенаправленный процесс их формирования из различных источников и в разных формах в соответствии с потребностями предприятия в заемном капитале на различных этапах его развития. Многообразие задач, решаемых в процессе этого управления, определяет необходимость разработки специальной финансовой политики в этой области на предприятиях, использующих значительный объем заемного капитала.

Политика привлечения заемных средств представляет собой часть общей финансовой стратегии, заключающейся в обеспечении наиболее эффективных форм и условий привлечения заемного капитала из различных источников в соответствии с потребностями развития предприятия.

Процесс формирования политики привлечения предприятием заемных средств включает следующие основные этапы.

1. Анализ привлечения и использования заемных средств в предстоящем периоде. Цель такого анализа – выявление объема, состава и форм привлечения заемных средств предприятием, а также оценка эффективности их использования.

На первом этапе анализа изучается динамика общего объема привлечения заемных средств в рассматриваемом периоде; темпы этой динамики сопоставляются с темпами прироста суммы собственных финансовых ресурсов, объемов операционной и инвестиционной деятельности, общей суммы активов предприятия.

На втором этапе анализа определяются основные формы привлечения заемных средств, анализируется в динамике удельный вес сформированных финансового кредита, товарного кредита и внутренней кредиторской задолженности в общей сумме заемных средств, используемых предприятием.

На третьем этапе анализа устанавливается соотношение объемов используемых предприятием заемных средств по периоду их привлечения. В этих целях проводится соответствующая группировка используемого заемного капитала по этому признаку, изучается динамика соотношения кратко- и долгосрочных заемных средств предприятия и их соответствие объему используемых оборотных и внеоборотных активов.

На четвертом этапе анализа изучается состав конкретных кредиторов предприятия и условия предоставления ими различных форм финансового и товарного (коммерческого) кредитов. Эти условия анализируются с позиций их соответствия конъюнктуре финансового и товарного рынков.

На пятом этапе анализа рассматривается эффективность использования заемных средств в целом и отдельных их форм на предприятии. В этих целях используются показатели оборачиваемости и рентабельности заемного капитала, рассмотренные ранее. Первая группа этих показателей сопоставляется в процессе анализа со средним периодом оборота собственного капитала.

Результаты проведенного анализа служат основой оценки целесообразности использования заемных средств на предприятии в сложившихся объемах и формах.

2. Определение целей привлечения заемных средств в предстоящем периоде. Эти средства привлекаются предприятием на строго целевой основе, что является одним из условий последующего эффективного их использования. Основные цели привлечения заемных средств предприятиями следующие:

1) *пополнение необходимого объема постоянной части оборотных активов.* В настоящее время большинство предприятий, осуществляющих производственную деятельность, не имеют возможности финансировать полностью эту часть оборотных активов за счет собственного капитала. Значительная часть этого финансирования производится за счет заемных средств;

2) *обеспечение формирования переменной части оборотных активов.* Какую бы модель финансирования активов ни использовало предприятие, во всех случаях переменная часть оборотных активов частично или полностью финансируется за счет заемных средств;

3) *формирование недостающего объема инвестиционных ресурсов.* Заемные средства в этом случае привлекаются в связи с необходимостью ускорения реализации отдельных реальных проектов предприятия (новое строительство, реконструкция, модернизация), обновления основных средств (финансовый лизинг) и т. п.

4) *обеспечение социально-бытовых потребностей своих работников.* Заемные средства привлекаются для выдачи ссуд своим работникам на индивидуальное жилищное строительство, обустройство садовых и огородных участков и на другие аналогичные цели;

5) *другие временные нужды.* Принцип целевого привлечения заемных средств обеспечивается и в этом случае, но обычно на короткие сроки и в небольших объемах.

3. Определение предельного объема привлечения заемных средств. Максимальный объем этого привлечения диктуется двумя основными условиями:

1) *предельным эффектом финансового левеиджа.* Так как объем собственных финансовых ресурсов формируется на предшествующем этапе, общая сумма используемого собственного капитала может быть определена заранее. По отношению к ней рассчитывается коэффициент финансового левеиджа (коэффициент финансирования), при котором его эффект будет максимальным. С учетом суммы собственного капитала в предстоящем периоде и рассчитанного коэффициента финансового левеиджа вычисляется предельный объем заемных средств, обеспечивающий эффективное использование собственного капитала;

2) *обеспечением достаточной финансовой устойчивости предприятия.* Она должна оцениваться не только с позиций самого предприятия, но и с позиций возможных его кредиторов, что обеспечит впоследствии снижение стоимости привлечения заемных средств.

С учетом этих требований предприятие устанавливает *лимит использования заемных средств в своей хозяйственной деятельности.*

4. Оценка стоимости привлечения заемного капитала из различных источников. Такая оценка проводится в разрезе различных форм заемного капитала, привлекаемого предприятием из внешних и внутренних источников. Результаты такой оценки служат основой разработки управленческих решений относительно выбора альтернативных источников привлечения заемных средств, обеспечивающих удовлетворение потребностей предприятия в заемном капитале.

5. Определение соотношения объема заемных средств, привлекаемых на кратко- и долгосрочной основе. Расчет потребности в объемах кратко- и долгосрочных заемных средств основывается на целях их использования в предстоящем периоде. *На долгосрочный период* (свыше одного года) заемные средства привлекаются, как правило, для расширения объема собственных основных средств и формирования недостающего объема инвестиционных ресурсов (хотя при консервативном подходе к финансированию активов заемные средства на долгосрочной основе привлекаются и для обеспечения формирования оборотного капитала). *На краткосрочный период* заемные средства привлекаются для всех остальных целей их использования.

Расчет необходимого размера заемных средств в рамках каждого периода осуществляется в разрезе отдельных целевых направлений их предстоящего использования. Цель этих расчетов – установление сроков использования привлекаемых заемных средств для оптимизации соотношения долго- и краткосрочных их видов. В процессе расчетов определяются полный и средний срок использования заемных средств.

Полный срок использования заемных средств представляет собой период времени с начала их поступления до окончательного погашения всей суммы долга. Он включает три временных периода:

- 1) срок полезного использования;
- 2) льготный (грационный) период;
- 3) срок погашения.

Срок полезного использования – период времени, в течение которого предприятие непосредственно использует предоставленные заемные средства в своей хозяйственной деятельности.

Льготный (грационный) период – период времени с момента окончания полезного использования заемных средств до начала

погашения долга. Он служит резервом времени для аккумуляции необходимых финансовых средств.

Срок погашения – период времени, в течение которого происходит полная выплата основного долга и процентов по используемым заемным средствам. Этот показатель используется в тех случаях, когда выплата основного долга и процентов осуществляется не одновременно после окончания срока использования заемных средств, а частями в течение определенного периода времени по предусмотренному графику.

Расчет полного срока использования заемных средств осуществляется в разрезе перечисленных элементов исходя из целей их использования и сложившейся на финансовом рынке практике установления льготного периода и срока погашения.

Средний срок использования заемных средств представляет собой средний расчетный период, в течение которого они находятся в использовании на предприятии.

Он определяется по формуле

$$CC_3 = \frac{СП_3}{2} + ЛПП + \frac{ПП}{2},$$

где CC_3 – средний срок использования заемных средств; $СП_3$ – срок полезного использования заемных средств; $ЛПП$ – льготный (грационный) период; $ПП$ – срок погашения.

Средний срок использования заемных средств определяется по каждому целевому направлению привлечения этих средств; по объему их привлечения на кратко- и долгосрочной основе; по привлекаемой сумме заемных средств в целом.

Соотношение заемных средств, привлекаемых на кратко- и долгосрочной основе, может быть оптимизировано также с учетом стоимости их привлечения.

6. Определение форм привлечения заемных средств. Эти формы дифференцируются в разрезе финансового кредита; товарного (коммерческого) кредита; прочих форм. Формы привлечения заемных средств предприятие выбирает исходя из целей и специфики своей хозяйственной деятельности.

7. Определение состава основных кредиторов. Этот состав определяется формами привлечения заемных средств. Основными кре-

дителями предприятия являются обычно его постоянные поставщики, с которыми установлены длительные коммерческие связи, а также коммерческий банк, осуществляющий его расчетно-кассовое обслуживание.

8. Формирование эффективных условий привлечения кредитов.

К числу важнейших из этих условий относятся: а) срок предоставления кредита; б) ставка процента за кредит; в) условия выплаты суммы процента; г) условия выплаты основной суммы долга; д) прочие условия, связанные с получением кредита.

Срок предоставления кредита является одним из определяющих условий его привлечения. Оптимальным считается срок предоставления кредита, в течение которого полностью реализуется цель его привлечения (например, ипотечный кредит – на срок реализации инвестиционного проекта; товарный кредит – на период полной реализации закупленных товаров и т. п.).

Ставка процента за кредит характеризуется тремя основными параметрами: ее формой, видом и размером.

По применяемым формам различают процентную ставку (для наращивания суммы долга) и учетную ставку (для дисконтирования суммы долга). Если размер этих ставок одинаков, то предпочтение должно быть отдано процентной ставке, так как в этом случае расходы по обслуживанию долга будут меньшими.

По применяемым видам выделяют фиксированную ставку процента (устанавливаемую на весь срок кредита) и плавающую ставку процента (с периодическим пересмотром ее размера в зависимости от изменения учетной ставки Центрального банка, темпов инфляции и конъюнктуры финансового рынка). Время, в течение которого ставка процента остается неизменной, называется процентным периодом. В условиях инфляции для предприятия предпочтительной является фиксированная ставка или плавающая ставка с высоким процентным периодом.

Размер ставки процента за кредит выступает определяющим условием при оценке его стоимости. По товарному кредиту он принимается при оценке в размере ценовой скидки продавца за осуществление немедленного расчета за поставленные товары, выраженной в годовом исчислении.

Условия выплаты суммы процента характеризуются порядком выплаты его суммы. Этот порядок сводится к трем принципиальным вариантам: выплате всей суммы процента в момент предоставления кредита; выплате суммы процента равномерными частями; выплате всей суммы процента в момент уплаты основной суммы долга (при погашении кредита). При прочих равных условиях предпочтительным является третий вариант.

Условия выплаты основной суммы долга характеризуются предусматриваемыми периодами его возврата. Эти условия сводятся к трем принципиальным вариантам: частичному возврату основной суммы долга в течение общего периода функционирования кредита; полному возврату всей суммы долга по истечении срока использования кредита; возврату основной или части суммы долга с предоставлением льготного периода по истечении срока полезного использования кредита. При прочих равных условиях третий вариант является для предприятия предпочтительным.

Прочие условия, связанные с получением кредита, могут предусматривать необходимость его страхования, выплаты дополнительного комиссионного вознаграждения банку, разный уровень размера кредита по отношению к сумме залога или залога и т. п.

9. Обеспечение эффективного использования кредитов. Критерием такой эффективности выступают показатели оборачиваемости и рентабельности заемного капитала.

10. Обеспечение своевременных расчетов по полученным кредитам. По наиболее крупным кредитам может заранее резервироваться специальный возвратный фонд. Платежи по обслуживанию кредитов включаются в платежный календарь и контролируются в процессе мониторинга текущей финансовой деятельности.

На предприятиях, привлекающих большой объем заемных средств в форме финансового и товарного (коммерческого) кредитов, общая политика привлечения заемных средств может быть детализирована затем в разрезе указанных форм кредита.

7.2. Оценка стоимости отдельных элементов заемного капитала

Многообразие источников и условий предложения заемного капитала диктует необходимость сравнительной оценки эффективности формирования заемного капитала в разрезе отдельных его видов и форм. Основу такой оценки составляет определение стоимости привлекаемого заемного капитала с точки зрения отдельных его элементов.

Оценка стоимости заемного капитала имеет ряд особенностей, основными из которых являются:

1) *относительная простота формирования базового показателя оценки стоимости.* Базовым показателем, подлежащим последующей корректировке, является стоимость обслуживания долга в форме процента за кредит, купонной ставки по облигации и т. п. Этот показатель прямо оговорен условиями кредитного договора, условиями эмиссии или другими формами контрактных обязательств предприятия;

2) *учет в процессе оценки стоимости заемных средств налогового корректора.* Так как выплаты по обслуживанию долга (процентов за кредит и других форм этого обслуживания) относятся на издержки (себестоимость) продукции, они уменьшают размер налогооблагаемой базы предприятия, а соответственно, снижают размер стоимости заемного капитала на ставку налога на прибыль. Как и в формуле расчета эффекта финансового леввериджа, налоговый корректор представляет собой следующий множитель: $(1 - C_{\text{нп}})$, где $C_{\text{нп}}$ – ставка налога на прибыль, выраженная десятичной дробью;

3) *стоимость привлечения заемного капитала имеет высокую степень связи с уровнем кредитоспособности предприятия, оцениваемым кредитором.* Чем выше уровень кредитоспособности предприятия по оценке кредитора (т. е. чем выше его кредитный рейтинг на финансовом рынке), тем ниже стоимость привлекаемого этим предприятием заемного капитала (наименьшая ставка процента за кредит в любой его форме – ставка «прайм райт» – устанавливается кредиторами для так называемых первоклассных заемщиков);

4) *привлечение заемного капитала всегда связано с возвратным денежным потоком не только по обслуживанию долга, но и по пога-*

шению обязательств по основной сумме этого долга. Это генерирует особые виды финансовых рисков, наиболее опасных по своим последствиям (приводящим иногда к банкротству предприятия). Такие риски проявляются вне зависимости от форм и условий привлечения заемного капитала. Вместе с тем снижение уровня этих рисков вызывает повышение стоимости заемного капитала. Так, ставка процента по долгосрочному кредиту во всех его формах, позволяющая предприятию снизить риск неплатежеспособности в текущем периоде, всегда выше, чем по краткосрочному.

Рассмотрим особенности оценки и управления стоимостью заемного капитала в разрезе базовых его элементов.

1. **Стоимость финансового кредита** оценивается в разрезе двух основных источников его предоставления на современном этапе – банковского кредита и финансового лизинга (принципиальные положения такой оценки могут быть использованы и при привлечении предприятием финансового кредита из других источников).

Стоимость банковского кредита, несмотря на многообразие его видов, форм и условий, определяется на основе ставки процента за кредит, которая формирует основные затраты по его обслуживанию. Эта ставка в процессе оценки требует внесения двух уточнений: она должна быть увеличена на размер других затрат предприятия, обусловленных условиями кредитного соглашения (например, страхования кредита за счет заемщика), и уменьшена на ставку налога на прибыль с целью отражения реальных затрат предприятия.

С учетом этих положений стоимость заемного капитала в форме банковского кредита оценивается по следующей формуле:

$$СБК = \frac{ПК_B \times (1 - C_{НП})}{1 - ЗП_B},$$

где $СБК$ – стоимость заемного капитала, привлекаемого в форме банковского кредита, %; $ПК_B$ – ставка процента за банковский кредит, %; $C_{НП}$ – ставка налога на прибыль, выраженная десятичной дробью; $ЗП_B$ – уровень расходов по привлечению банковского кредита к его сумме, выраженный десятичной дробью.

Если предприятие не несет дополнительных затрат по привлечению банковского кредита или если эти расходы незначительны по

отношению к сумме привлекаемых средств, то приведенная формула оценки используется без ее знаменателя (базовый ее вариант).

Управление стоимостью банковского кредита сводится к выявлению таких его предложений на финансовом рынке, которые эту стоимость минимизируют как по ставке процента за кредит, так и по другим условиям его привлечения (при неизменности привлекаемой суммы кредита и срока его использования).

Стоимость финансового лизинга – одна из современных форм привлечения финансового кредита – определяется на основе ставки лизинговых платежей (лизинговой ставки). При этом следует учитывать, что эта ставка включает две составляющие: 1) постепенный возврат суммы основного долга (он представляет собой годовую норму амортизации актива, привлеченного на условиях финансового лизинга, в соответствии с которым после его оплаты он передается в собственность арендатору); 2) стоимость непосредственного обслуживания лизингового долга. С учетом этих особенностей стоимость финансового лизинга оценивается по следующей формуле:

$$C_{\PhiЛ} = \frac{(ЛС - НА) \times (1 - C_{НП})}{1 - ЗП_{\PhiЛ}},$$

где $C_{\PhiЛ}$ – стоимость заемного капитала, привлекаемого на условиях финансового лизинга, %; $ЛС$ – годовая лизинговая ставка, %; $НА$ – годовая норма амортизации актива, привлеченного на условиях финансового лизинга, %; $C_{НП}$ – ставка налога на прибыль, выраженная десятичной дробью; $ЗП_{\PhiЛ}$ – уровень расходов по привлечению актива на условиях финансового лизинга к стоимости этого актива, выраженный десятичной дробью.

Управление стоимостью финансового лизинга основывается на двух критериях: 1) стоимость финансового лизинга не должна превышать стоимости банковского кредита, предоставляемого на аналогичный период (иначе предприятию выгоднее получить долгосрочный банковский кредит для покупки актива в собственность); 2) в процессе использования финансового лизинга должны быть выявлены такие предложения, которые минимизируют его стоимость.

2. Стоимость заемного капитала, привлекаемого за счет эмиссии облигаций, оценивается на базе ставки купонного процента по ней, формирующего сумму периодических купонных выплат. Если об-

лигация продается на иных условиях, то базой оценки выступает общая сумма дисконта по ней, выплачиваемая при погашении. В первом случае оценка осуществляется по формуле

$$COZ_K = \frac{CK \times (1 - C_{НП})}{1 - ЭЗ_0},$$

где COZ_K – стоимость заемного капитала, привлекаемого за счет эмиссии облигаций, %; CK – ставка купонного процента по облигации, %; $C_{НП}$ – ставка налога на прибыль, выраженная десятичной дробью; $ЭЗ_0$ – уровень эмиссионных затрат по отношению к объему эмиссии, выраженный десятичной дробью.

Во втором случае расчет стоимости производится по формуле

$$COZ_D = \frac{D_r \times (1 - C_{НП}) \times 100}{(H_0 - D_r) \times (1 - ЭЗ_0)},$$

где COZ_D – стоимость заемного капитала, привлекаемого за счет эмиссии облигаций, %; D_r – среднегодовая сумма дисконта по облигации; H_0 – номинал облигации, подлежащей погашению; $C_{НП}$ – ставка налога на прибыль, выраженная десятичной дробью; $ЭЗ_0$ – уровень эмиссионных затрат по отношению к сумме привлеченных за счет эмиссии средств, выраженный десятичной дробью.

Управление стоимостью привлекаемого капитала в этом случае сводится к разработке соответствующей эмиссионной политики, обеспечивающей полную реализацию эмитируемых облигаций на условиях, не выше среднерыночных.

3. Стоимость товарного (коммерческого) кредита оценивается в разрезе двух форм его предоставления: 1) по кредиту в форме краткосрочной отсрочки платежа; 2) по кредиту в форме долгосрочной отсрочки платежа, оформленной векселем.

Стоимость товарного (коммерческого) кредита, предоставляемого в форме краткосрочной отсрочки платежа, на первый взгляд представляется нулевой, так как в соответствии со сложившейся коммерческой практикой отсрочка расчетов за поставленную продукцию в пределах обусловленного срока (как правило, до одного месяца) дополнительной платой не облагается. Иными словами, внешне эта форма кредита выглядит как бесплатно предоставляемая поставщиком финансовая услуга.

Однако в реальности это не так. Стоимость каждого такого кредита оценивается размером скидки с цены продукции при осуществлении наличного платежа за нее. Если по условиям контракта отсрочка платежа допускается в пределах месяца со дня поставки (получения) продукции, а размер ценовой скидки за наличный платеж составляет 5 %, это и будет составлять месячную стоимость привлеченного товарного кредита, а в расчете на год эта стоимость будет составлять 60 %. Таким образом, на первый взгляд бесплатное предоставление такого товарного кредита может оказаться самым дорогим по стоимости привлечения источником заемного капитала.

Расчет стоимости товарного кредита, предоставляемого в форме краткосрочной отсрочки платежа, осуществляется по формуле

$$СТК_{\kappa} = \frac{(ЦС \times 360) \times (1 - C_{ин})}{ПО},$$

где $СТК_{\kappa}$ – стоимость товарного (коммерческого) кредита, предоставляемого на условиях краткосрочной отсрочки платежа, %; $ЦС$ – размер ценовой скидки при осуществлении наличного платежа за продукцию («платежа против документов»), %; $C_{ин}$ – ставка налога на прибыль, выраженная десятичной дробью; $ПО$ – период предоставления отсрочки платежа за продукцию, в днях.

Учитывая, что стоимость привлечения этого вида заемного капитала носит скрытый характер, основу управления этой стоимостью составляет обязательная оценка ее в годовой ставке по каждому предоставляемому товарному (коммерческому) кредиту и ее сравнение со стоимостью привлечения аналогичного банковского кредита. Практика показывает, что во многих случаях выгоднее взять банковский кредит для постоянной немедленной оплаты продукции и получения соответствующей ценовой скидки, чем пользоваться такой формой товарного (коммерческого) кредита.

Стоимость товарного (коммерческого) кредита в форме долгосрочной отсрочки платежа с оформлением векселем формируется на тех же условиях, что и банковского, однако должна учитывать при этом потерю ценовой скидки за наличный платеж за продукцию. Расчет стоимости этой формы товарного (коммерческого) кредита осуществляется по формуле

$$СТК_B = \frac{ПК_B \times (1 - C_{НП})}{1 - ЦС},$$

где $СТК_B$ – стоимость товарного (коммерческого) кредита в форме долгосрочной отсрочки платежа с оформлением векселем, %; $ПК_B$ – ставка процента за вексельный кредит, %; $C_{НП}$ – ставка налога на прибыль, выраженная десятичной дробью; $ЦС$ – размер ценовой скидки, предоставляемой поставщиком при осуществлении наличного платежа за продукцию, выраженный десятичной дробью.

Управление стоимостью этой формы товарного кредита, как и банковской, сводится к поиску вариантов поставок аналогичной продукции, минимизирующих размеры этой стоимости.

4. Стоимость внутренней кредиторской задолженности предприятия при определении средневзвешенной стоимости капитала учитывается по нулевой ставке, так как представляет собой бесплатное финансирование предприятия за счет этого вида заемного капитала. Сумма этой задолженности условно приравнивается к собственному капиталу только при расчете норматива обеспеченности предприятия собственными оборотными средствами; во всех остальных случаях эта часть так называемых «устойчивых пассивов» рассматривается как краткосрочно привлеченный заемный капитал (в пределах одного месяца). Так как сроки выплат этой начисленной задолженности (по заработной плате, налогам, страхованию и т. п.) не зависят от предприятия, она не относится к управляемому финансированию с позиций оценки стоимости капитала.

С учетом оценки стоимости отдельных составных элементов заемного капитала и удельного веса каждого из этих элементов в общей его сумме может быть определена средневзвешенная стоимость заемного капитала предприятия.

7.3. Управление привлечением банковского кредита

В составе финансового кредита, привлекаемого предприятиями для расширения хозяйственной деятельности, приоритетная роль принадлежит банковскому кредиту. Этот кредит имеет широкую целевую направленность и привлекается в самых разнообразных видах. В последние годы в кредитовании предприятий при-

нимают участие не только отечественные, но и зарубежные банки (особенно в кредитовании совместных предприятий с участием иностранного капитала).

Под банковским кредитом понимаются денежные средства, предоставляемые банком взаймы клиенту для целевого использования на установленный срок под определенный процент.

Банковский кредит предоставляется предприятиям на современном этапе в следующих основных видах.

1. Бланковый (необеспеченный) кредит под осуществление отдельных хозяйственных операций. Предоставляется коммерческим банком, осуществляющим расчетно-кассовое обслуживание предприятия. Хотя формально он носит необеспеченный характер, но фактически обеспечивается размером дебиторской задолженности предприятия и его средствами на расчетном и других счетах в этом же банке. Кроме того, этот вид кредита является обычно «самоликвидирующимся», так как осуществленная при его посредстве хозяйственная операция генерирует при ее завершении денежный поток, достаточный для его полного погашения. Этот вид кредита предоставляется, как правило, только на краткосрочный период.

2. Контокоррентный кредит (овердрафт). Предоставляется банком обычно под обеспечение, но это требование не является обязательным. При предоставлении этого кредита банк открывает предприятию контокоррентный счет, на котором учитываются как кредитные, так и расчетные его операции. Контокоррентный счет используется в качестве источника кредита в объеме, не превышающем установленное в кредитном договоре максимальное отрицательное сальдо (контокоррентный лимит). По отрицательному остатку контокоррентного счета предприятие уплачивает банку установленный кредитный процент; при этом договором может быть определено, что по положительному остатку этого счета банк начисляет предприятию депозитный процент. Сальдирование поступлений и выплат по контокоррентному счету предприятия происходит через установленные договором промежутки времени с расчетами кредитных платежей.

3. Сезонный кредит с ежемесячной амортизацией долга. Предоставляется обычно на формирование переменной части оборотных

активов на период их возрастания в связи с сезонными потребностями предприятия. Его особенность заключается в том, что наряду с ежемесячным обслуживанием этого кредита (ежемесячной выплатой процента по нему) кредитным договором предусматривается и ежемесячная амортизация (погашение) основной суммы долга. График такой амортизации долга по размерам увязан с объемом снижения сезонной потребности предприятия в денежных средствах. Преимущество данного вида кредита заключается в эффективном использовании полученных финансовых ресурсов в размерах, обусловленных реальными потребностями предприятия.

4. Открытие кредитной линии. Так как потребность в краткосрочном банковском кредите не всегда может быть предусмотрена с привязкой к конкретным срокам его использования, договор о нем предприятие может оформить с банком предварительно в форме открытия кредитной линии. В этом договоре обуславливаются сроки, условия и предельная сумма предоставления банковского кредита, когда в нем возникает реальная потребность. Как правило, банк устанавливает размер комиссионного вознаграждения (комиссионный процент) за свои финансовые обязательства по предоставлению кредита в объеме неиспользуемого лимита кредитной линии. Для предприятия преимущество данного вида кредита заключается в том, что оно использует заемные средства в строгом соответствии со своими реальными потребностями в них. Обычно кредитная линия открывается на срок до одного года. Особенностью этого вида банковского кредита является то, что он не носит характер безусловного контрактного обязательства и может быть аннулирован банком при ухудшении финансового состояния предприятия-клиента.

5. Револьверный (автоматически возобновляемый) кредит. Один из видов банковского кредита, предоставляемого на определенный период, в течение которого разрешается как поэтапная «выборка» кредитных средств, так и поэтапное частичное или полное погашение обязательств по нему (амортизация суммы основного долга). Внесенные в счет погашения обязательств средства могут вновь заимствоваться предприятием в течение периода действия кредитного договора (в пределах установленного кредитного лимита). Выплата оставшейся непогашенной суммы основного долга и

оставшихся процентов по нему производится по истечении срока действия кредитного договора. Преимуществом этого вида кредита в сравнении с открытием кредитной линии являются минимальные ограничения, накладываемые банком, хотя уровень процентной ставки по нему обычно выше.

6. Онкольный кредит. Особенностью этого вида кредита является то, что он предоставляется заемщику без указания срока его использования (в рамках краткосрочного кредитования) с обязательством последнего погасить его по первому требованию кредитора. При погашении этого кредита обычно предоставляется льготный период (по действующей практике — до трех дней).

7. Ломбардный кредит. Может быть получен предприятием под заклад высоколиквидных активов (векселей, государственных краткосрочных облигаций и т. п.), которые на период кредитования передаются банку. Размер кредита в этом случае соответствует определенной (но не всей) части стоимости переданных в заклад активов. Как правило, этот вид кредита носит краткосрочный характер.

8. Ипотечный кредит. Такой кредит может быть получен от банков, специализирующихся на выдаче долгосрочных займов под залог основных средств или имущественного комплекса предприятий в целом (ипотечных банков). Предприятие, передающее в залог свое имущество, обязано застраховать его в полном объеме в пользу банка. При этом заложенное в банке имущество продолжает использоваться предприятием. В условиях резкого сокращения выдачи предприятиям необеспеченных банковских займов ипотечный кредит становится основной формой долгосрочного банковского кредитования.

9. Ролloverный кредит. Представляет собой один из видов долгосрочного кредита с периодически пересматриваемой процентной ставкой (т. е. с перманентным «перекредитованием» в связи с изменением конъюнктуры финансового рынка). В европейской практике предоставления ролloverных кредитов пересмотр процентной ставки осуществляется один раз в квартал или полугодие (в условиях высокой инфляции и частой смены учетной ставки Центрального банка периодичность пересмотра процентных ставок за кредит может быть более частой).

10. **Консорциумный (консорциальный) кредит.** Кредитная политика банка, система установленных нормативов кредитования или высокий уровень риска иногда не позволяют ему в полной мере удовлетворить высокую потребность предприятия-клиента в кредите. В этом случае банк, обслуживающий предприятие, может привлечь к кредитованию своего клиента другие банки (союз банков для осуществления таких кредитных операций носит название «консорциум»). После заключения с предприятием-клиентом кредитного договора банк аккумулирует средства других банков и передает их заемщику, соответственно распределяя сумму процентов при обслуживании долга. За организацию консорциумного кредита ведущий (обслуживающий клиента) банк получает определенное комиссионное вознаграждение.

Многообразие видов и условий привлечения банковского кредита определяет необходимость эффективного управления этим процессом на предприятиях с высоким объемом потребности в этом виде заемных финансовых средств. В этом случае цели и политика привлечения заемного капитала конкретизируются с учетом особенностей банковского кредитования, выделяясь при необходимости в самостоятельный вид финансовой политики предприятия.

Политика привлечения банковского кредита представляет собой часть общей политики привлечения заемных средств, конкретизирующей условия привлечения, использования и обслуживания банковского кредита.

Разработка политики привлечения банковского кредита осуществляется по следующим основным этапам.

1. **Определение целей использования привлекаемого банковского кредита.** Так как различные виды банковского кредита в полной мере могут удовлетворить весь спектр потребностей предприятия в заемных средствах (в этом проявляется универсальность банковского кредита), цели его использования вытекают из общих целей привлечения заемного капитала, рассмотренных ранее.

2. **Оценка собственной кредитоспособности.** Разрабатываемая предприятием политика привлечения банковского кредита должна корреспондировать по основным своим параметрам с соответствующими параметрами кредитной политики банков. В составе

параметров кредитной политики банков одно из основных мест принадлежит оценке уровня кредитоспособности заемщиков, определяющего дифференциацию условий кредитования клиентов. Для того чтобы предприятие могло определить базу переговоров с банками об условиях кредитования, оно должно предварительно оценить уровень своей кредитоспособности.

В современной банковской практике оценка уровня кредитоспособности заемщиков при дифференциации условий их кредитования исходит из двух основных критериев:

- 1) уровня финансового состояния предприятия;
- 2) характера погашения предприятием ранее полученных им кредитов — как процентов по ним, так и основного долга.

Уровень финансового состояния предприятия оценивается системой ранее рассмотренных финансовых коэффициентов, среди которых основное внимание уделяется коэффициентам платежеспособности, финансовой устойчивости и рентабельности.

Характер погашения заемщиком ранее полученных кредитов предусматривает три уровня оценки:

1) *хороший*, если задолженность по кредиту и проценты по нему выплачиваются в установленные сроки, а также при пролонгации кредита не более одного раза на срок не выше 90 дней;

2) *слабый*, если просроченная задолженность по кредиту и процентов по нему составляет не более 90 дней, а также при пролонгации кредита на срок более 90 дней, но с обязательным текущим его обслуживанием (выплатой процентов по нему);

3) *недостаточный*, если просроченная задолженность по кредиту и процентов по нему составляет более 90 дней, а также при пролонгации кредита на срок свыше 90 дней без выплаты процентов по нему.

С этих позиций предприятие должно оценивать уровень своей кредитоспособности при необходимости получения кредита в отечественных банках.

Зарубежные банки оценивают кредитоспособность заемщиков по более сложной системе характеристик и показателей. Используемые в этих целях системы — «6С» и «COMPARI» — основаны на оценках репутации заемщика; размера и состава используемого

им капитала; суммы и цели привлечения кредита; уровня обеспеченности кредита; срока использования заемных средств, условий конъюнктуры рынка, на котором заемщик осуществляет свою хозяйственную деятельность, и других характеристиках, излагаемых в составе кредитного меморандума конкретного банка.

Результаты оценки кредитоспособности получают свое отражение в присвоении заемщику соответствующего кредитного рейтинга (группы кредитного риска), в соответствии с которым дифференцируются условия кредитования. Уровень этого кредитного рейтинга предприятие может предварительно определить самостоятельно, руководствуясь соответствующими методами его оценки коммерческими банками.

3. Выбор необходимых видов привлекаемого банковского кредита.

Этот выбор определяется в основном следующими условиями:

- целями использования кредита;
- периодом намечаемого использования заемных средств;
- определенностью сроков начала и окончания использования привлекаемых средств;
- возможностями обеспечения привлекаемого кредита.

В соответствии с установленным перечнем видов привлекаемого кредита предприятие проводит изучение и оценку коммерческих банков, которые могут предоставить ему эти виды кредитов. Оценка таких банков проводится лишь по привлекательности их кредитной политики; рейтинг банка, рассчитанный по другим показателям его деятельности, в данном случае не является определяющим и может служить лишь вспомогательным ориентиром при его оценке.

4. Изучение и оценка условий осуществления банковского кредитования в разрезе видов кредитов. Этот этап формирования политики привлечения банковских кредитов является наиболее трудоемким и ответственным в силу многообразия оцениваемых условий и осуществления многочисленных расчетов.

Предельный размер кредита коммерческие банки устанавливают в соответствии с кредитным рейтингом клиента и действующей системой обязательных экономических нормативов, утверждаемых Центральным банком. При осуществлении кредитной политики коммерческие банки руководствуются в этом вопросе следующими видами обязательных экономических нормативов:

- максимальный размер риска на одного заемщика (или группу связанных заемщиков);
- максимальный размер крупных кредитных рисков;
- максимальный размер кредитов, предоставляемых банком своим акционерам или пайщикам;
- максимальный размер кредитов, предоставляемых банком своим инсайдерам.

Кроме этих обязательных экономических нормативов кредитной деятельности каждый коммерческий банк устанавливает обычно собственную систему лимитов суммы отдельных видов кредита.

Предельный срок кредита каждый коммерческий банк устанавливает в соответствии со своей кредитной политикой в форме лимитных периодов предоставления отдельных видов кредита.

Валюта кредита имеет для предприятия-заемщика значимость только в том случае, если оно ведет внешнеэкономические операции. При осуществлении таких операций предприятие может нуждаться в кредитах в одной из необходимых ему иностранных валют. Мультивалютные формы кредита (его предоставление одновременно в нескольких видах иностранных валют) в практике кредитования предприятий встречаются крайне редко.

Уровень кредитной ставки является определяющим условием при оценке кредитной привлекательности коммерческих банков. В его основе лежит стоимость межбанковского кредита, формируемая на базе учетной ставки Центрального банка страны и средней маржи коммерческих банков (в зарубежной практике в этих целях используется ставка LIBOR, которая ежедневно фиксируется в одиннадцать часов по Гринвичу участниками Лондонского межбанковского рынка), прогнозируемого темпа инфляции, вида кредита и его срока, уровня премии за риск с учетом финансового состояния заемщика и предоставляемого им обеспечения ссуды.

Форма кредитной ставки отражает уровень ее динамики на протяжении кредитного периода. Так, банковский кредит может предоставляться на условиях фиксированной или плавающей кредитной ставки. Фиксированная кредитная ставка используется обычно при краткосрочном кредитовании предприятий; она позволяет более точно определять стоимость банковского кредита, прогнозировать поток платежей по его обслуживанию.

Вид кредитной ставки играет существенную роль в определении стоимости банковского кредита. По применяемым видам различают процентную (для наращивания суммы долга) и учетную (для дисконтирования суммы долга) кредитные ставки. Если размер этих ставок одинаков, то предпочтение должно быть отдано предприятием процентной ставке, так как в этом случае его платежи по обслуживанию долга (а соответственно, и стоимость кредита) будут меньшими.

Условия выплаты процента характеризуются сроками его уплаты. Эти условия сводятся к трем принципиальным вариантам: 1) выплате всей суммы процента в момент предоставления кредита; 2) выплате суммы процента по кредиту равномерными частями (обычно в форме аннуитета); 3) выплате всей суммы процента в момент погашения основной суммы долга. При прочих равных условиях наиболее предпочтительным для предприятия является третий вариант.

Условия погашения (амортизации) основного долга также оказывают существенное влияние как на стоимость, так и на размер реально используемых кредитных средств. Существуют три принципиальных варианта амортизации основного долга: 1) определенными частями в процессе кредитного периода; 2) сразу же после окончания кредитного периода; 3) после окончания срока кредитования с предоставлением льготного периода для погашения долга. Естественно, при прочих равных условиях наиболее предпочтительным для предприятия является последний вариант.

Формы обеспечения кредита определяют в основном его стоимость – чем надежнее обеспечение кредита, тем ниже уровень его стоимости при прочих равных условиях за счет дифференциации размера премии за риск. Вместе с тем одна из форм обеспечения кредита определяет и реальный размер используемых кредитных средств. Речь идет о требовании банка держать без использования определенную часть полученного кредита (обычно в размере 10 %) в виде компенсационного остатка денежных активов на расчетном счете предприятия. В этом случае не только возрастает реальная стоимость банковского кредита (так как процент выплачивается по всей его сумме), но и, соответственно, уменьшается на размер компенсационного остатка сумма используемых предприятием кредитных средств.

Таким образом, основными условиями, повышающими стоимость банковского кредита и снижающими реальный размер используемых предприятием кредитных средств, являются:

- применение в расчетах кредитного процента учетной (дисконтной) ставки;
- авансовый платеж суммы процента по кредиту;
- частичная амортизация суммы основного долга на протяжении кредитного периода;
- хранение определенной суммы привлеченных кредитных средств в форме компенсационного остатка денежных активов.

Эти неблагоприятные для предприятия условия банковского кредитования должны быть компенсированы ему путем снижения уровня используемой кредитной ставки по сравнению со среднерыночным ее уровнем (по аналогичным видам кредитов).

В этих целях в процессе оценки условий осуществления банковского кредитования в разрезе видов кредитов используется специальный показатель — *грант-элемент*, позволяющий сравнивать стоимость привлечения финансового кредита на условиях отдельных коммерческих банков со средними условиями на финансовом рынке (на рынке денег или рынке капитала в зависимости от продолжительности кредитного периода). Расчет этого показателя осуществляется по формуле

$$ГЭ = 100 - \sum_{t=1}^t \frac{ПП + ОД}{БК(1+i)^n} \times 100,$$

где $ГЭ$ — показатель грант-элемента, характеризующий размер отклонений стоимости конкретного финансового кредита на условиях, предложенных коммерческим банком, от среднерыночной стоимости аналогичных кредитных инструментов, в процентах; $ПП$ — сумма уплачиваемого процента в конкретном интервале кредитного периода; $ОД$ — сумма амортизируемого основного долга в конкретном интервале кредитного периода; $БК$ — общая сумма банковского кредита, привлекаемого предприятием; i — средняя ставка процента за кредит, сложившаяся на финансовом рынке по аналогичным кредитным инструментам, выраженная десятичной дробью; n — конкретный интервал кредитного периода, по которому осуществляется платеж средств коммерческому банку; t — общая

продолжительность кредитного периода, выраженная числом входящих в него интервалов.

Так как грант-элемент сравнивает отклонение стоимости привлечения конкретного кредита от среднерыночной (выраженное в процентах к сумме кредита), его значения могут характеризоваться как положительной, так и отрицательной величинами. Ранжируя значения грант-элемента, можно оценить уровень эффективности условий привлечения предприятием финансового кредита в соответствии с предложениями отдельных коммерческих банков.

5. Выравнивание кредитных условий в процессе заключения кредитного договора. Термин «выравнивание» характеризует процесс приведения условий конкретного кредитного договора в соответствие со средними условиями покупки-продажи кредитных инструментов на финансовом рынке. Выравнивание кредитных условий осуществляется в процессе переговоров с представителями конкретных коммерческих банков при подготовке проекта кредитного договора. В качестве основных критериев при проведении процесса выравнивания кредитных условий используются показатель «грант-элемент» и эффективная ставка процента на кредитном рынке.

6. Обеспечение условий эффективного использования банковского кредита. Так как банковский кредит представляет в современных условиях один из наиболее дорогих видов привлекаемого заемного капитала, обеспечению условий эффективного его использования на предприятии должно уделяться первостепенное внимание. Критерием такой эффективности выступают следующие условия:

- уровень кредитной ставки по краткосрочному банковскому кредиту должен быть ниже уровня рентабельности хозяйственных операций, для осуществления которых он привлекается;
- уровень кредитной ставки по долгосрочному банковскому кредиту должен быть ниже коэффициента рентабельности активов, иначе эффект финансового левириджа будет иметь отрицательное значение.

7. Организация контроля за текущим обслуживанием банковского кредита. Текущее обслуживание банковского кредита заключается в своевременной уплате процентов по нему в соответствии с условиями заключенных кредитных договоров. Эти платежи

включаются в разрабатываемый предприятием платежный календарь и контролируются в процессе мониторинга его текущей финансовой деятельности.

8. Обеспечение своевременной и полной амортизации суммы основного долга по банковским кредитам. Способы амортизации суммы основного долга зависят от предусмотренных кредитным договором условий его погашения. По требованиям этого договора (или по инициативе заемщика) на предприятиях может заблаговременно создаваться специальный фонд погашения кредита, платежи в который осуществляются по разработанному графику. На средства этого фонда, хранимые в коммерческом банке, начисляется депозитный процент.

Инвестиционная деятельность характеризует процесс обоснования и реализации наиболее эффективных форм вложения капитала, направленных на расширение экономического потенциала предприятия.

Инвестиционная деятельность предприятия характеризуется следующими основными особенностями.

1. Она является главной формой реализации экономической стратегии предприятия, обеспечения роста его операционной деятельности. Практически все задачи экономического развития предприятия требуют расширения объема или обновления состава его операционных активов. Прирост активов и их обновление осуществляются в процессе различных форм инвестиционной деятельности предприятия. Инвестиционная политика предприятия является неотъемлемой составной частью общей стратегии его экономического развития.

2. Объемы инвестиционной деятельности предприятия являются главным измерителем темпов его экономического развития. Для характеристики этих объемов используются два показателя: 1) сумма валовых инвестиций; 2) сумма чистых инвестиций предприятия.

Валовые инвестиции представляют собой общий объем инвестированных средств в определенном периоде, направленных на расширение или обновление основных производственных фондов, приобретение нематериальных активов, прирост запасов сырья и других товарно-материальных ценностей. *Чистые инвестиции*

представляют собой сумму валовых инвестиций, уменьшенную на сумму амортизационных отчислений в определенном периоде.

$$ЧИ = ВИ - АО,$$

где *ЧИ* – сумма чистых инвестиций предприятия в определенном периоде; *ВИ* – сумма валовых инвестиций предприятия в рассматриваемом периоде; *АО* – сумма амортизационных отчислений предприятия в рассматриваемом периоде.

Динамика показателя чистых инвестиций отражает характер экономического развития предприятия, потенциал формирования его прибыли. Если сумма чистых инвестиций предприятия составляет отрицательную величину (т. е. если объем валовых инвестиций меньше суммы амортизационных отчислений), это свидетельствует о снижении его производственного потенциала и экономической базы формирования его прибыли (такая ситуация характеризует предприятие, «продающее свой капитал»). Если сумма чистых инвестиций равна нулю (т. е. если объем валовых инвестиций равен сумме амортизационных отчислений), это означает отсутствие экономического роста предприятия и базы возрастания его прибыли, так как его производственный потенциал остается при этом неизменным (такая ситуация характеризует предприятие, «топчущееся на месте»). Наконец, если сумма чистых инвестиций составляет положительную величину (т. е. объем валовых инвестиций превышает сумму амортизационных отчислений), это означает, что обеспечивается расширенное воспроизводство внеоборотных операционных активов предприятия и возрастание экономической базы формирования его прибыли (такая ситуация характеризует «растущее предприятие»).

3. Инвестиционная деятельность носит подчиненный характер по отношению к целям и задачам операционной деятельности предприятия. Несмотря на то что отдельные формы инвестиций предприятия могут генерировать на отдельных этапах его развития большую прибыль, чем операционная деятельность, главной стратегической задачей предприятия является развитие операционной деятельности и обеспечение условий возрастания формируемой им операционной прибыли. Инвестиционная деятельность предприятия призвана обеспечивать рост формирования его операционной прибыли в перспективном периоде по двум направлениям:

1) *путем обеспечения возрастания операционных доходов* за счет увеличения объема производственно-коммерческой деятельности (строительство новых филиалов, расширение объема реализации продукции за счет инвестирования в новые производства и т. п.);

2) *путем обеспечения снижения удельных операционных затрат* (своевременная замена физически изношенного оборудования; обновление морально устаревших видов производственных основных средств и нематериальных активов и т. п.).

4. Объемы инвестиционной деятельности предприятия характеризуются существенной неравномерностью по отдельным периодам. Цикличность масштабов этой деятельности определяется рядом условий: необходимостью предварительного накопления финансовых средств (инвестиционных ресурсов) для начала реализации отдельных крупных инвестиционных проектов; использованием благоприятных внешних условий осуществления инвестиционной деятельности (на отдельных этапах экономического развития страны инвестиционный климат резко снижает эффективность этой деятельности); постепенностью формирования внутренних условий для существенных инвестиционных рывков (сформированный предприятием потенциал внеоборотных операционных активов имеет обычно достаточный запас прочности, т. е. обладает резервами повышения его производственного использования до определенных пределов; лишь при достижении таких пределов прирост объемов операционной деятельности вызывает необходимость возрастания этих активов).

5. Формы и методы инвестиционной деятельности в гораздо меньшей степени зависят от отраслевых особенностей предприятия, чем операционная его деятельность.

Эта связь опосредствуется только объектами инвестирования. Механизм же этой деятельности практически идентичен на предприятиях любой отраслевой направленности. Это определяется тем, что инвестиционная деятельность предприятия осуществляется преимущественно в тесной связи с финансовым рынком (рынком капитала и рынком денег), в то время как операционная деятельность выполняется преимущественно в конкретных сегментах товарного рынка.

6. Инвестиционной деятельности предприятия присущи свои специфические виды рисков, объединяемые понятием «инвестиционный риск». Уровень инвестиционного риска обычно значительно превышает уровень операционного (коммерческого) риска. Это связано с тем, что в процессе инвестиционной деятельности риск потери капитала (т. е. «катастрофический риск») имеет большую вероятность возникновения, чем в процессе операционной деятельности. Механизм формирования уровня инвестиционной прибыли строится в тесной связи с уровнем инвестиционного риска.

7. Инвестиционная прибыль предприятия в процессе его инвестиционной деятельности формируется обычно со значительным «лагом запаздывания». Это означает, что между затратами инвестиционных ресурсов (инвестиционными затратами) и получением инвестиционной прибыли проходит обычно достаточно большой период времени, что определяет долговременный характер этих затрат. Дифференциация размера «лага запаздывания» зависит от форм протекания инвестиционного процесса.

При *последовательном* протекании инвестиционного процесса инвестиционная прибыль формируется сразу же после завершения инвестирования средств; при *параллельном* его протекании формирование инвестиционной прибыли возможно еще до полного завершения процесса инвестирования средств; при *интервальном* его протекании между периодом завершения инвестирования средств и формированием инвестиционной прибыли проходит определенное время.

8. В процессе инвестиционной деятельности денежные потоки существенно различаются в отдельные периоды по своей направленности.

Контрольные вопросы

1. Выделите основные этапы процесса формирования политики привлечения предприятием заемных средств.
2. Каковы особенности оценки стоимости заемного капитала?
3. Как определяется стоимость финансового кредита?
4. Что такое банковский кредит и какие виды кредита вы знаете?
5. Опишите этапы политики привлечения банковского кредита.

Тема 8. УПРАВЛЕНИЕ ДЕНЕЖНЫМИ ПОТОКАМИ

8.1. Понятие денежного потока и характеристика его видов

Осуществление практически всех видов финансовых операций предприятия генерирует определенное движение денежных средств в форме их поступления или расходования. Это движение денежных средств функционирующего предприятия во времени представляет собой непрерывный процесс и определяется понятием «денежный поток».

Денежный поток предприятия представляет собой совокупность распределенных во времени поступлений и выплат денежных средств, генерируемых его хозяйственной деятельностью.

Концепция денежного потока предприятия как самостоятельного объекта финансового управления еще не получила достаточного отражения не только в отечественной, но и в зарубежной литературе по вопросам финансового менеджмента. Прикладные аспекты этой концепции рассматриваются обычно лишь в составе вопросов управления остатками денежных активов, управления формированием финансовых ресурсов и антикризисного управления предприятием при угрозе банкротства. Даже финансовая отчетность, характеризующая движение денежных средств предприятия в динамике, относительно недавно введена в систему международных стандартов бухгалтерского учета (в нашей стране такая отчетность находится в стадии становления).

Вместе с тем денежные потоки предприятия во всех их формах и видах, а соответственно, и совокупный его денежный поток, несомненно, являются важнейшим самостоятельным объектом финансового менеджмента, требующим углубления теоретических основ и расширения практических рекомендаций. Это определяется той ролью, которую управление денежными потоками играет в развитии предприятия и формировании конечных результатов его финансовой деятельности.

Высокая роль эффективного управления денежными потоками предприятия определяется следующими основными положениями.

1. Денежные потоки обслуживают осуществление хозяйственной деятельности предприятия практически во всех ее аспектах. Образно денежный поток можно представить как систему «финансового кровообращения» хозяйственного организма предприятия. Эффективно организованные денежные потоки предприятия являются важнейшим симптомом его «финансового здоровья», предпосылкой достижения высоких конечных результатов его хозяйственной деятельности в целом.

2. Эффективное управление денежными потоками обеспечивает финансовое равновесие предприятия в процессе его стратегического развития. Темпы этого развития, финансовая устойчивость предприятия в значительной мере определяются тем, насколько различные виды потоков денежных средств синхронизированы между собой по объемам и во времени. Высокий уровень такой синхронизации обеспечивает существенное ускорение реализации стратегических целей развития предприятия.

3. Рациональное формирование денежных потоков способствует повышению ритмичности осуществления операционного процесса предприятия. Любой сбой в осуществлении платежей отрицательно сказывается на формировании производственных запасов сырья и материалов, уровне производительности труда, реализации готовой продукции и т. п. В то же время эффективно организованные денежные потоки предприятия, повышая ритмичность осуществления операционного процесса, обеспечивают рост объема производства и реализации его продукции.

4. Эффективное управление денежными потоками позволяет сократить потребность предприятия в заемном капитале. Активно управляя денежными потоками, можно обеспечить более рациональное и экономное использование собственных финансовых ресурсов, формируемых из внутренних источников, снизить зависимость темпов развития предприятия от привлекаемых кредитов. Особую актуальность этот аспект управления денежными потоками приобретает для предприятий, находящихся на ранних стадиях своего жизненного цикла, доступ которых к внешним источникам финансирования довольно ограничен.

5. Управление денежными потоками является важным финансовым рычагом обеспечения ускорения оборота капитала предприятия. Этому способствует сокращение продолжительности производственного и финансового циклов, достигаемое в процессе результативного управления денежными потоками, а также снижение потребности в капитале, обслуживающей хозяйственную деятельность предприятия. Ускоряя за счет эффективного управления денежными потоками оборот капитала, предприятие обеспечивает рост суммы, генерируемой во времени прибыли.

6. Эффективное управление денежными потоками обеспечивает снижение риска неплатежеспособности предприятия. Даже у предприятий, успешно осуществляющих хозяйственную деятельность и генерирующих достаточную сумму прибыли, неплатежеспособность может возникать как следствие несбалансированности различных видов денежных потоков во времени. Синхронизация поступления и выплат денежных средств, достигаемая в процессе управления денежными потоками предприятия, позволяет устранить этот фактор возникновения его неплатежеспособности.

7. Активные формы управления денежными потоками позволяют предприятию получать дополнительную прибыль, генерируемую непосредственно его денежными активами.

Речь идет в первую очередь об эффективном использовании временно свободных остатков денежных средств в составе оборотных активов, а также накапливаемых инвестиционных ресурсов в осуществлении финансовых инвестиций. Высокий уровень синхронизации по объему и во времени поступлений и выплат денежных средств позволяет снижать реальную потребность предприятия в текущем и страховом остатках денежных средств, обслуживающих операционный процесс, а также резерв инвестиционных ресурсов, формируемый в процессе осуществления реального инвестирования. Таким образом, эффективное управление денежными потоками предприятия способствует формированию дополнительных инвестиционных ресурсов для осуществления финансовых инвестиций, являющихся источником прибыли.

Понятие «денежный поток предприятия» является агрегированным, включающим в свой состав многочисленные виды этих

потоков, обслуживающих хозяйственную деятельность. В целях обеспечения эффективного целенаправленного управления денежными потоками они требуют определенной классификации. Таковую классификацию денежных потоков предлагается осуществлять по следующим основным признакам.

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

- *денежный поток по предприятию в целом.* Это наиболее агрегированный вид денежного потока, который аккумулирует все виды денежных потоков, обслуживающих хозяйственный процесс предприятия в целом;

- *денежный поток по отдельным видам хозяйственной деятельности предприятия.* Характеризует результат дифференциации совокупного денежного потока предприятия в разрезе отдельных видов его хозяйственной деятельности;

- *денежный поток по отдельным структурным подразделениям (центрам ответственности) предприятия.* Такая дифференциация денежного потока предприятия определяет его как самостоятельный объект управления в системе организационно-хозяйственного построения предприятия;

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

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

- *денежный поток по операционной деятельности* — денежные выплаты поставщикам сырья и материалов; сторонним исполнителям отдельных видов услуг, обеспечивающих операционную деятельность; заработной платы персоналу, занятому в операционном процессе, а также осуществляющему управление этим процессом; налоговых платежей предприятия в бюджеты всех уровней и во внебюджетные фонды; другие выплаты, связанные 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 стандартами учета;

- *денежный поток по инвестиционной деятельности* – 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 предприятия;

- *денежный поток по финансовой деятельности* – поступления и выплаты денежных средств, связанные с привлечением дополнительного акционерного и паевого капитала, получением долгосрочных и краткосрочных кредитов и займов, уплатой в денежной форме дивидендов и процентов по вкладам собственников, и некоторые другие денежные потоки, связанные с осуществлением внешнего финансирования хозяйственной деятельности предприятия.

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

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

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

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

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

- *валовой денежный поток* – вся совокупность поступлений или расходования денежных средств в рассматриваемом периоде времени в разрезе отдельных его интервалов;

- *чистый денежный поток* – разница между положительным и отрицательным денежными потоками (между поступлением и расходованием денежных средств) в рассматриваемом периоде времени в разрезе отдельных его интервалов. Чистый денежный поток является важнейшим результатом финансовой деятельности предприятия, во многом определяющим финансовое равновесие и темпы возрастания его рыночной стоимости. Расчет чистого денежного потока по предприятию в целом, отдельным структурным его подразделениям (центрам ответственности), различным видам хозяйственной деятельности или отдельным хозяйственным операциям выполняется по формуле

$$ЧДП = ПДП - ОДП,$$

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

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

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

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

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

6. По методу оценки во времени выделяют следующие виды денежных потоков:

- *настоящий денежный поток* – денежный поток предприятия как единая сопоставимая его величина, приведенная по стоимости к текущему моменту времени;

- *будущий денежный поток* – денежный поток предприятия как единая сопоставимая его величина, приведенная по стоимости 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.

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

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

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

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

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

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

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

- *регулярный денежный поток с неравномерными временными интервалами в рамках рассматриваемого периода.* Примером такого денежного потока может служить график лизинговых платежей за арендуемое имущество с неравномерными интервалами времени их осуществления на протяжении срока лизингования актива.

Приведенная классификация позволяет более целенаправленно осуществлять учет, анализ и планирование денежных потоков различных видов на предприятии.

Концепция исследования денежных потоков предприятия предполагает:

- идентификацию денежных потоков предприятия по отдельным их видам;
- определение общего объема денежных потоков отдельных видов в рассматриваемом периоде времени.

Система основных показателей, характеризующих объем формируемых денежных потоков предприятия, включает объем поступления денежных средств; объем расходования денежных средств; объем остатков денежных средств на начало и конец рассматриваемого периода; объем чистого денежного потока;

- распределение общего объема денежных потоков отдельных видов по отдельным интервалам рассматриваемого периода. Число и продолжительность таких интервалов определяются конкретными задачами анализа или планирования денежных потоков;
- оценку факторов внутреннего и внешнего характера, влияющих на формирование денежных потоков предприятия.

8.2. Принципы управления денежными потоками предприятия

Управление денежными потоками предприятия является важной составной частью общей системы управления его финансовой деятельностью. Оно позволяет решать разнообразные задачи финансового менеджмента и подчинено его главной цели.

Процесс управления денежными потоками предприятия базируется на определенных принципах, основными из которых являются следующие.

1. Принцип информативной достоверности. Как и каждая управляющая система, управление денежными потоками предприятия должно быть обеспечено необходимой информационной базой. Создание такой информационной базы представляет определенные трудности, так как прямая финансовая отчетность, базирующаяся на единых методических принципах бухгалтерского учета, отсутствует. Отличия методов ведения бухгалтерского учета в нашей стране от принятых в международной практике еще больше усложняют задачу формирования достоверной информационной базы управления денежными потоками предприятия. В этих условиях обеспечение принципа информативной достоверности связано с осуществлением сложных вычислений, которые требуют унификации методических подходов.

2. Принцип обеспечения сбалансированности. Управление денежными потоками предприятия имеет дело со многими их видами и

разновидностями, рассмотренными в процессе их классификации. Их подчиненность единым целям и задачам управления требует обеспечения сбалансированности денежных потоков предприятия по видам, объемам, временным интервалам и другим существенным характеристикам. Реализация этого принципа связана с оптимизацией денежных потоков предприятия в процессе управления ими.

3. Принцип обеспечения эффективности. Денежные потоки предприятия характеризуются существенной неравномерностью поступления и расходования денежных средств в разрезе отдельных временных интервалов, что приводит к формированию значительных объемов временно свободных денежных активов предприятия. По существу эти временно свободные остатки денежных средств носят характер непроизводительных активов (до момента их использования в хозяйственном процессе), которые теряют свою стоимость 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 предприятия.

4. Принцип обеспечения ликвидности. Высокая неравномерность отдельных видов денежных потоков порождает временный дефицит денежных средств предприятия, который отрицательно сказывается на уровне его 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.

С учетом перечисленных принципов организуется конкретный процесс управления денежными потоками предприятия.

Основной целью управления денежными потоками является обеспечение финансового равновесия предприятия в процессе его развития путем балансирования объемов поступления и расходования денежных средств и их синхронизации во времени.

Процесс управления денежными потоками предприятия последовательно охватывает следующие основные этапы.

1. Обеспечение полного и достоверного учета денежных потоков предприятия и формирование необходимой отчетности. Этот этап управления призван реализовать принцип информативной его достоверности. В процессе осуществления этого этапа управления денежными потоками обеспечивается координация функций и задач служб бухгалтерского учета и финансового менеджмента предприятия.

Основной целью организации учета и формирования соответствующей отчетности, характеризующей денежные потоки различных видов, является обеспечение финансовых менеджеров необходимой информацией для проведения всестороннего их анализа, планирования и контроля.

В соответствии с международными стандартами учета и сложившейся практикой для подготовки отчетности о движении денежных средств используются два основных метода – *косвенный и прямой*. Эти методы различаются между собой полнотой представления данных о денежных потоках предприятия, исходной информацией для разработки отчетности и другими параметрами.

Косвенный метод направлен на получение данных, характеризующих *чистый денежный поток* предприятия в отчетном периоде. Источником информации для разработки отчетности о движении денежных средств предприятия этим методом являются отчетный баланс и отчет о финансовых результатах и их использовании. Расчет чистого денежного потока предприятия косвенным методом осуществляется по видам хозяйственной деятельности и предприятию в целом.

По операционной деятельности базовым элементом расчета чистого денежного потока предприятия косвенным методом выступает его чистая прибыль, полученная в отчетном периоде. Путем внесения соответствующих корректив чистая прибыль преобразуется затем в показатель чистого денежного потока. Принципиальная формула, по которой выполняется расчет этого показателя по операционной деятельности, имеет следующий вид:

$$ЧДП_o = ЧП + A_{oc} + A_{на} \pm \Delta ДДЗ \pm \Delta ДЗ_{mm} \pm \Delta ДКЗ \pm \Delta ДР,$$

где $ЧДП_o$ – сумма чистого денежного потока предприятия по операционной деятельности в рассматриваемом периоде; $ЧП$ – сумма чистой прибыли предприятия; A_{oc} – сумма амортизации основных средств; $A_{на}$ – сумма амортизации нематериальных активов;

$\Delta ДЗ$ – прирост (снижение) суммы дебиторской задолженности; $\Delta ДЗ_{тм}$ – прирост (снижение) суммы запасов товарно-материальных ценностей, входящих в состав оборотных активов; $\Delta ДКЗ$ – прирост (снижение) суммы кредиторской задолженности; $\Delta ДР$ – прирост (снижение) суммы резервного и других страховых фондов.

По инвестиционной деятельности сумма чистого денежного потока определяется как разница между суммой реализации отдельных видов внеоборотных активов и суммой их приобретения в отчетном периоде. Принципиальная формула, по которой осуществляется расчет этого показателя по инвестиционной деятельности, имеет следующий вид:

$$\mathcal{ЧДП}_И = P_{oc} + P_{на} + P_{дфи} + P_{са} + Д_n - П_{oc} - \Delta НКС - П_{на} - П_{дфи} - B_{са},$$

где $\mathcal{ЧДП}_И$ – сумма чистого денежного потока предприятия по инвестиционной деятельности в рассматриваемом периоде; P_{oc} – сумма реализации выбывших основных средств; $P_{на}$ – сумма реализации выбывших нематериальных активов; $P_{дфи}$ – сумма реализации долгосрочных финансовых инструментов инвестиционного портфеля предприятия; $P_{са}$ – сумма повторной реализации ранее выкупленных собственных акций предприятия; $Д_n$ – сумма дивидендов (процентов), полученных предприятием по долгосрочным финансовым инструментам инвестиционного портфеля; $П_{oc}$ – сумма приобретенных основных средств; $\Delta НКС$ – сумма прироста незавершенного капитального строительства; $П_{на}$ – сумма приобретения нематериальных активов; $П_{дфи}$ – сумма приобретения долгосрочных финансовых инструментов инвестиционного портфеля предприятия; $B_{са}$ – сумма выкупленных собственных акций предприятия.

По финансовой деятельности сумма чистого денежного потока определяется как разница между суммой финансовых ресурсов, привлеченных из внешних источников, и суммой основного долга, а также дивидендов (процентов), выплаченных собственникам предприятия. Принципиальная формула, по которой осуществляется расчет этого показателя по финансовой деятельности, имеет следующий вид:

$$\mathcal{ЧДП}_ф = П_{ск} + П_{дк} + П_{кк} + БЦФ - B_{дк} - B_{кк} - Д_y,$$

где $\mathcal{ЧДП}_ф$ – сумма чистого денежного потока предприятия по финансовой деятельности в рассматриваемом периоде; $П_{ск}$ – сумма

дополнительно привлеченного из внешних источников собственного акционерного или паевого капитала; $\Pi_{ок}$ – сумма дополнительно привлеченных долгосрочных кредитов и займов; $\Pi_{кк}$ – сумма дополнительно привлеченных краткосрочных кредитов и займов; $БЦФ$ – сумма средств, поступивших в порядке безвозмездного целевого финансирования предприятия; $B_{ок}$ – сумма выплаты (погашения) основного долга по долгосрочным кредитам и займам; $B_{кк}$ – сумма выплаты (погашения) основного долга по краткосрочным кредитам и займам; D_y – сумма дивидендов (процентов), уплаченных собственникам предприятия (акционерам) на вложенный капитал (акции, паи и т. п.).

Результаты расчета суммы чистого денежного потока по операционной, инвестиционной и финансовой деятельности позволяют определить общий его размер по предприятию в отчетном периоде. Этот показатель рассчитывается по формуле

$$ЧДП_n = ЧДП_o + ЧДП_u + ЧДП_\phi,$$

где $ЧДП_n$ – общая сумма чистого денежного потока предприятия в рассматриваемом периоде; $ЧДП_o$ – сумма чистого денежного потока предприятия по операционной деятельности; $ЧДП_u$ – сумма чистого денежного потока предприятия по инвестиционной деятельности; $ЧДП_\phi$ – сумма чистого денежного потока предприятия по финансовой деятельности.

Использование косвенного метода расчета движения денежных средств позволяет определить потенциал формирования предприятием основного внутреннего источника финансирования своего развития – чистого денежного потока по операционной и инвестиционной деятельности, а также выявить динамику всех факторов, влияющих на его формирование. Кроме того, следует отметить относительно низкую трудоемкость формирования отчетности о движении денежных средств, так как подавляющее большинство необходимых для расчета косвенным методом показателей содержится в иных формах действующей финансовой отчетности предприятия.

Прямой метод направлен на получение данных, характеризующих как *валовой*, так и *чистый денежный поток* предприятия в отчетном периоде. Он призван отражать весь объем поступления и расходования денежных средств в разрезе отдельных видов

хозяйственной деятельности и по предприятию в целом. Различия полученных результатов расчета денежных потоков прямым и косвенным методами относятся только к операционной деятельности предприятия. При использовании прямого метода расчета денежных потоков используются непосредственные данные бухгалтерского учета, характеризующие все виды поступлений и расходования денежных средств.

В соответствии с принципами международного учета метод расчета денежных потоков предприятие выбирает самостоятельно, однако более предпочтительным считается прямой метод, позволяющий получить более полное представление об их объеме и составе.

2. Анализ денежных потоков предприятия в предшествующем периоде. Основной целью этого анализа является выявление уровня достаточности формирования денежных средств, эффективности их использования, а также сбалансированности положительного и отрицательного денежных потоков предприятия по объему и во времени. Анализ денежных потоков проводится по предприятию в целом с точки зрения основных видов его хозяйственной деятельности, по отдельным структурным подразделениям (центрам ответственности).

На первом этапе анализа рассматривается динамика объема формирования положительного денежного потока предприятия в разрезе отдельных источников. Темпы прироста положительного денежного потока сопоставляются с темпами прироста активов предприятия, объемов производства и реализации продукции. Особое внимание уделяется изучению соотношения привлечения денежных средств за счет внутренних и внешних источников, выявлению степени зависимости развития предприятия от внешних источников финансирования.

На втором этапе анализа рассматривается динамика объема формирования отрицательного денежного потока предприятия, а также структуры этого потока по направлениям расходования денежных средств. Определяется, насколько соразмерно развивались за счет расходования денежных средств отдельные виды активов предприятия, обеспечивающие прирост его рыночной стоимости; по каким направлениям использовались денежные средства, при-

влеченные из внешних источников; в какой мере погашалась сумма основного долга по привлеченным ранее кредитам и займам.

На третьем этапе анализа рассматривается сбалансированность положительного и отрицательного денежных потоков по общему объему; изучается динамика показателя чистого денежного потока как важнейшего результативного показателя финансовой деятельности предприятия и индикатора уровня сбалансированности его денежных потоков в целом. Определяются роль и место чистой прибыли предприятия в формировании его чистого денежного потока; выявляется степень достаточности амортизационных отчислений с позиций необходимого обновления основных средств и нематериальных активов.

Особое место уделяется *качеству чистого денежного потока* – обобщенной характеристике структуры источников формирования этого показателя. Высокое качество чистого денежного потока характеризуется ростом удельного веса чистой прибыли, полученной за счет роста выпуска продукции и снижения ее себестоимости, а низкое – за счет увеличения доли чистой прибыли, связанного с ростом цен на продукцию, осуществлением внереализационных операций и т. п.

Одним из аспектов анализа, осуществляемого на этом этапе, является определение достаточности генерируемого предприятием чистого денежного потока с позиций финансируемых им потребностей. В этих целях используется коэффициент достаточности чистого денежного потока, который рассчитывается по формуле

$$KD_{\text{чДП}} = \frac{\text{ЧДП}}{OD + \Delta Z_{\text{ТМ}} + D_y},$$

где $KD_{\text{чДП}}$ – коэффициент достаточности чистого денежного потока предприятия в рассматриваемом периоде; ЧДП – сумма чистого денежного потока предприятия в рассматриваемом периоде; OD – сумма выплат основного долга по долго- и краткосрочным кредитам и займам предприятия; $\Delta Z_{\text{ТМ}}$ – сумма прироста запасов товарно-материальных ценностей в составе оборотных активов предприятия; D_y – сумма дивидендов (процентов), выплаченных собственникам предприятия (акционерам) на вложенный капитал (акции, паи и т. п.).

В целях устранения влияния хозяйственных циклов расчет коэффициента достаточности чистого денежного потока предприятия рекомендуется осуществлять за три последних года (но не менее чем за полный хозяйственный год).

На четвертом этапе анализа исследуется синхронность формирования положительного и отрицательного денежных потоков в разрезе отдельных интервалов отчетного периода; рассматривается динамика остатков денежных активов предприятия, отражающая уровень этой синхронности и обеспечивающая абсолютную платежеспособность. В процессе исследования синхронности формирования различных видов денежных потоков рассчитывается динамика коэффициента ликвидности денежного потока предприятия в разрезе отдельных интервалов рассматриваемого периода. Расчет этого показателя осуществляется по формуле

$$КЛ_{дп} = \frac{ПДП - (ДА_к - ДА_н)}{ОДП},$$

где $КЛ_{дп}$ – коэффициент ликвидности денежного потока предприятия в рассматриваемом периоде; $ПДП$ – сумма валового положительного денежного потока (поступления денежных средств); $ДА_к$ – сумма остатка денежных активов предприятия на конец рассматриваемого периода; $ДА_н$ – сумма остатка денежных активов предприятия на начало рассматриваемого периода; $ОДП$ – сумма валового отрицательного денежного потока (расходования денежных средств).

На пятом этапе анализа определяется эффективность денежных потоков предприятия. Обобщающим показателем такой оценки выступает коэффициент эффективности денежного потока предприятия, который рассчитывается по формуле

$$КЭ_{дп} = \frac{ЧДП}{ОДП},$$

где $КЭ_{дп}$ – коэффициент эффективности денежного потока предприятия в рассматриваемом периоде; $ЧДП$ – сумма чистого денежного потока предприятия в рассматриваемом периоде; $ОДП$ – сумма валового отрицательного денежного потока предприятия в рассматриваемом периоде.

Определенное представление об уровне эффективности денежного потока позволяет получить и коэффициент эффективности денежного потока предприятия, который рассчитывается по формуле

$$KP_{\text{чдп}} = \frac{\text{ЧДП} - D_y}{\Delta PИ + \Delta \Phi И_d},$$

где $KP_{\text{чдп}}$ – коэффициент реинвестирования чистого денежного потока в рассматриваемом периоде; ЧДП – сумма чистого денежного потока предприятия в рассматриваемом периоде; D_y – сумма дивидендов (процентов), уплаченных собственникам предприятия (акционерам) на вложенный капитал (акции, паи и т. п.); $\Delta PИ$ – сумма прироста реальных инвестиций предприятия (во всех их формах) в рассматриваемом периоде; $\Delta \Phi И_d$ – сумма прироста долгосрочных финансовых инвестиций предприятия в рассматриваемом периоде.

Расчет этого коэффициента рекомендуется осуществлять за три последних года (но не менее чем за один хозяйственный год).

Эти обобщающие показатели могут быть дополнены рядом частных показателей – коэффициентом рентабельности использования среднего остатка денежных активов в краткосрочных финансовых вложениях; коэффициентом рентабельности использования среднего остатка накапливаемых инвестиционных ресурсов в долгосрочных финансовых вложениях и т. п.

Результаты анализа используются для выявления резервов оптимизации денежных потоков предприятия и их планирования на предстоящий период.

3. Оптимизация денежных потоков предприятия. Такая оптимизация является одной из важнейших функций управления денежными потоками, направленной на повышение их эффективности в предстоящем периоде. Основные задачи на этом этапе управления денежными потоками: выявление и реализация резервов, позволяющих снизить зависимость предприятия от внешних источников привлечения денежных средств; обеспечение более полной сбалансированности положительных и отрицательных денежных потоков во времени и по объемам; обеспечение более тесной взаимосвязи денежных потоков по видам хозяйственной деятельности предприятия; повышение суммы и качества чистого денежного потока, генерируемого хозяйственной деятельностью предприятия.

4. Планирование денежных потоков предприятия в разрезе различных их видов. Данное планирование носит прогнозный характер в силу неопределенности ряда исходных его предпосылок, поэтому осуществляется в форме многовариантных плановых расчетов этих показателей при различных сценариях развития отдельных факторов (оптимистическом, реалистическом, пессимистическом).

5. Обеспечение эффективного контроля денежных потоков предприятия. Объектом такого контроля являются выполнение установленных плановых заданий по формированию объема денежных средств и их расходованию по предусмотренным направлениям; равномерность формирования денежных потоков во времени, контроль ликвидности денежных потоков и их эффективности. Эти показатели контролируются в процессе мониторинга текущей финансовой деятельности предприятия.

8.3. Методы оптимизации денежных потоков предприятия

Одним из наиболее важных и сложных этапов управления денежными потоками предприятия является их оптимизация.

Оптимизация денежных потоков представляет собой процесс выбора наилучших форм их организации на предприятии с учетом условий и особенностей осуществления его хозяйственной деятельности.

Основные цели оптимизации денежных потоков предприятия:

- обеспечение сбалансированности объемов денежных потоков;
- обеспечение синхронности формирования денежных потоков во времени;
- обеспечение роста чистого денежного потока предприятия.

Основными объектами оптимизации выступают:

- положительный денежный поток;
- отрицательный денежный поток;
- остаток денежных активов;
- чистый денежный поток.

Важнейшей предпосылкой осуществления оптимизации денежных потоков является изучение факторов, влияющих на их объемы и характер формирования во времени. Эти факторы можно подразделить на внешние и внутренние.

В системе внешних факторов основную роль играют следующие.

1. *Конъюнктура товарного рынка.* Изменение конъюнктуры этого рынка определяет изменение главной компоненты положительного денежного потока предприятия – объема поступления денежных средств от реализации продукции. Повышение конъюнктуры товарного рынка, в сегменте которого предприятие осуществляет свою операционную деятельность, приводит к росту объема положительного денежного потока по этому виду хозяйственной деятельности. И наоборот – спад конъюнктуры вызывает так называемый *спазм ликвидности*, характеризующий вызванную этим спадом временную нехватку денежных средств при скоплении на предприятии значительных запасов готовой продукции, которая не может быть реализована.

2. *Конъюнктура фондового рынка.* Характер этой конъюнктуры влияет прежде всего на возможности формирования денежных потоков за счет эмиссии акций и облигаций предприятия. Кроме того, конъюнктура фондового рынка определяет возможность эффективного использования временно свободного остатка денежных средств, вызванного несостыкованностью объемов положительного и отрицательного денежных потоков предприятия во времени. Наконец, конъюнктура фондового рынка влияет на формирование объемов денежных потоков, генерируемых портфелем ценных бумаг предприятия, в форме получаемых процентов и дивидендов.

3. *Система налогообложения предприятий.* Налоговые платежи составляют значительную часть объема отрицательного денежного потока предприятия, а установленный график их осуществления определяет характер этого потока во времени. Поэтому любые изменения в налоговой системе – появление новых видов налогов, изменение ставок налогообложения, отмена или предоставление налоговых льгот, изменение графика внесения налоговых платежей и другие – определяют соответствующие изменения в объеме и характере отрицательного денежного потока предприятия.

4. *Сложившаяся практика кредитования поставщиков и покупателей продукции.* Определяет сложившийся порядок приобретения продукции – на условиях ее предоплаты; на условиях наличного платежа («платежа против документов»); на условиях отсрочки

платежа (предоставления коммерческого кредита). Влияние этого фактора проявляется в формировании как положительного (при реализации продукции), так и отрицательного (при закупке сырья, материалов, полуфабрикатов, комплектующих изделий и т. п.) денежных потоков предприятия во времени.

5. *Система осуществления расчетных операций хозяйствующих субъектов.* Характер расчетных операций влияет на формирование денежных потоков во времени: если расчет наличными деньгами ускоряет осуществление этих потоков, то расчеты чеками, аккредитивами и другими платежными документами эти потоки замедляют.

6. *Доступность финансового кредита.* Во многом определяет сложившейся конъюнктурой кредитного рынка (поэтому этот фактор рассматривается как внешний, не учитывающий уровень кредитоспособности конкретных предприятий). В зависимости от конъюнктуры кредитного рынка растет или снижается объем предложения «коротких» или «длинных», «дорогих» или «дешевых» денег, а соответственно, и возможность формирования денежных потоков предприятия за счет этого источника (как положительных – при получении финансового кредита, так и отрицательных – при его обслуживании и амортизации суммы основного долга).

7. *Возможность привлечения средств безвозмездного целевого финансирования.* Такой возможностью обладают в основном государственные предприятия различного уровня подчинения. Влияние этого фактора проявляется в том, что, формируя определенный дополнительный объем положительного денежного потока, он не вызывает соответствующего объема формирования отрицательного денежного потока. Это создает положительные предпосылки к росту суммы чистого денежного потока предприятия.

В системе внутренних факторов основную роль играют следующие.

1. *Жизненный цикл предприятия.* На разных стадиях жизненного цикла формируются не только разные объемы денежных потоков, но и их виды (по структуре источников формирования положительного денежного потока и направлений использования отрицательного денежного потока). Характер поступательного развития предприятия по стадиям жизненного цикла играет большую роль в прогнозировании объемов и видов его денежных потоков.

2. *Продолжительность операционного цикла.* Чем короче продолжительность этого цикла, тем больше оборотов совершают денежные средства, инвестированные в оборотные активы, и, соответственно, тем больше объем и выше интенсивность как положительного, так и отрицательного денежных потоков предприятия. Увеличение объемов денежных потоков при ускорении операционного цикла не только не приводит к росту потребности в денежных средствах, инвестированных в оборотные активы, но даже снижает размер этой потребности.

3. *Сезонность производства и реализации продукции.* По источникам своего возникновения (сезонные условия производства, сезонные особенности спроса) этот фактор можно было бы отнести к числу внешних, однако технологический прогресс позволяет предприятию оказывать непосредственное воздействие на интенсивность его проявления. Фактор оказывает существенное влияние на формирование денежных потоков предприятия во времени, определяя ликвидность этих потоков в разрезе отдельных временных интервалов. Кроме того, его необходимо учитывать в процессе управления эффективностью использования временно свободных остатков денежных средств, вызванных отрицательной корреляцией положительного и отрицательного денежных потоков во времени.

4. *Неотложность инвестиционных программ.* Степень этой неотложности формирует потребность в объеме соответствующего отрицательного денежного потока, увеличивая одновременно необходимость формирования положительного денежного потока. Этот фактор оказывает существенное влияние не только на объемы денежных потоков предприятия, но и на характер их протекания во времени.

5. *Амортизационная политика предприятия.* Избранные предприятием методы амортизации основных средств, а также сроки амортизации нематериальных активов создают различную интенсивность амортизационных потоков, которые денежными средствами непосредственно не обслуживаются. Это порождает иллюзорную точку зрения, что амортизационные потоки к денежным потокам отношения не имеют. Вместе с тем амортизационные потоки – их объем и интенсивность, – являясь самостоятельным

элементом формирования цены продукции, оказывают существенное влияние на объем положительного денежного потока предприятия в составе основной его компоненты – поступлении денежных средств от реализации продукции. Влияние амортизационной политики предприятия проявляется в особенностях формирования его чистого денежного потока. При осуществлении ускоренной амортизации активов в составе чистого денежного потока возрастает доля амортизационных отчислений и, соответственно, снижается (но не в прямой пропорции из-за действия «налогового щита») доля чистой прибыли предприятия.

6. *Коэффициент операционного левериджа.* Этот показатель оказывает существенное воздействие на пропорции темпов изменения объема чистого денежного потока и объема реализации продукции.

7. *Финансовый менталитет владельцев и менеджеров предприятия.* Выбор консервативных, умеренных или агрессивных принципов финансирования активов и осуществления других финансовых операций определяет структуру видов денежных потоков предприятия (объемы привлечения денежных средств из различных источников и структуру направлений возвратных денежных потоков), объемы страховых запасов отдельных видов активов (денежные потоки, связанные с их формированием), уровень доходности финансовых инвестиций (объем денежного потока по полученным процентам и дивидендам).

Характер влияния рассмотренных факторов используется в процессе оптимизации денежных потоков предприятия.

Основу оптимизации денежных потоков предприятия составляет обеспечение сбалансированности объемов положительного и отрицательного их видов. На результаты хозяйственной деятельности предприятия отрицательное воздействие оказывают как дефицитный, так и избыточный денежные потоки.

Отрицательные последствия дефицитного денежного потока проявляются в снижении ликвидности и уровня платежеспособности предприятия, росте просроченной кредиторской задолженности поставщикам сырья и материалов, повышении доли просроченной задолженности по полученным финансовым кредитам, задержках выплаты заработной платы (с соответствующим снижением уровня

производительности труда персонала), росте продолжительности финансового цикла, а в конечном счете в снижении рентабельности использования собственного капитала и активов предприятия.

Отрицательные последствия избыточного денежного потока проявляются в потере реальной стоимости временно неиспользуемых денежных средств от инфляции, потере потенциального дохода от неиспользуемой части денежных активов в сфере краткосрочного их инвестирования, что также отрицательно сказывается на уровне рентабельности активов и собственного капитала предприятия.

Методы оптимизации дефицитного денежного потока зависят от характера этой дефицитности — краткосрочной или долгосрочной.

Сбалансированность дефицитного денежного потока в краткосрочном периоде достигается путем использования *Системы ускорения — замедления платежного оборота* (или Системы лидс энд лэгс). Суть этой системы заключается в разработке на предприятии организационных мероприятий по ускорению привлечения денежных средств и замедлению их выплат.

Ускорение привлечения денежных средств в краткосрочном периоде может быть достигнуто за счет следующих мероприятий:

- увеличения размера ценовых скидок за наличный расчет по реализованной покупателям продукции;
- обеспечения частичной или полной предоплаты за произведенную продукцию, пользующуюся высоким спросом на рынке;
- сокращения сроков предоставления товарного (коммерческого) кредита покупателям;
- ускорения инкассации просроченной дебиторской задолженности;
- использования современных форм рефинансирования дебиторской задолженности — учета векселей, факторинга, форфейтинга;
- ускорения инкассации платежных документов покупателей продукции (времени нахождения их в пути, в процессе регистрации, в процессе зачисления денег на расчетный счет и т. п.).

Замедление выплат денежных средств в краткосрочном периоде может быть достигнуто за счет следующих мероприятий:

- использования флоута для замедления инкассации собственных платежных документов;

- увеличения по согласованию с поставщиками сроков предоставления предприятию товарного (коммерческого) кредита;
- замены приобретения долгосрочных активов, требующих обновления, на их аренду (лизинг);
- реструктуризации портфеля полученных финансовых кредитов путем перевода краткосрочных их видов в долгосрочные.

Следует отметить, что Система ускорения – замедления платежного оборота, решая проблему сбалансированности объемов дефицитного денежного потока в краткосрочном периоде (соответственно, повышая уровень абсолютной платежеспособности предприятия), создает определенные проблемы дефицитности этого потока в последующих периодах. Поэтому параллельно с использованием механизма этой системы должны быть разработаны меры по обеспечению сбалансированности дефицитного денежного потока в долгосрочном периоде.

Рост объема положительного денежного потока в долгосрочном периоде может быть достигнут за счет следующих мероприятий:

- привлечения стратегических инвесторов с целью увеличения объема собственного капитала;
- дополнительной эмиссии акций;
- привлечения долгосрочных финансовых кредитов;
- продажи части (или всего объема) финансовых инструментов инвестирования;
- продажи (или сдачи в аренду) неиспользуемых видов основных средств.

Снижение объема отрицательного денежного потока в долгосрочном периоде может быть достигнуто за счет следующих мероприятий:

- сокращения объема и состава реальных инвестиционных программ;
- отказа от финансового инвестирования;
- снижения суммы постоянных издержек предприятия.

Методы оптимизации избыточного денежного потока предприятия связаны с обеспечением роста его инвестиционной активности. В системе этих методов могут быть использованы:

- увеличение объема расширенного воспроизводства операционных внеоборотных активов;

- ускорение периода разработки реальных инвестиционных проектов и начала их реализации;
- осуществление региональной диверсификации операционной деятельности предприятия;
- активное формирование портфеля финансовых инвестиций;
- досрочное погашение долгосрочных финансовых кредитов.

В системе оптимизации денежных потоков предприятия важное место принадлежит их сбалансированности во времени. Это связано с тем, что несбалансированность положительного и отрицательного денежных потоков во времени создает для предприятия ряд финансовых проблем. Опыт показывает, что результатом такой несбалансированности даже при высоком уровне формирования чистого денежного потока является низкая ликвидность этого потока (соответственно, и низкий уровень абсолютной платежеспособности предприятия) в отдельные периоды времени. При достаточно высокой продолжительности таких периодов для предприятия возникает серьезная угроза банкротства.

В процессе оптимизации денежных потоков предприятия во времени они предварительно классифицируются по следующим признакам:

1) *по уровню «нейтрализуемости»* (термин, означающий способность денежного потока определенного вида изменяться во времени) денежные потоки подразделяются на поддающиеся и неподдающиеся изменению. Примером денежного потока первого вида являются лизинговые платежи, период которых может быть установлен по согласованию сторон. Примером денежного потока второго вида являются налоговые платежи, срок уплаты которых не может быть предприятием нарушен;

2) *по уровню предсказуемости* денежные потоки подразделяются на полностью предсказуемые и недостаточно предсказуемые (абсолютно непредсказуемые денежные потоки в системе их оптимизации не рассматриваются).

Объектом оптимизации выступают предсказуемые денежные потоки, поддающиеся изменению во времени. В процессе оптимизации денежных потоков во времени используются два основных метода – выравнивание и синхронизация.

Выравнивание денежных потоков направлено на сглаживание их объемов в разрезе отдельных интервалов рассматриваемого периода времени. Этот метод оптимизации позволяет устранить в определенной мере сезонные и циклические различия в формировании денежных потоков (как положительных, так и отрицательных), оптимизируя параллельно средние остатки денежных средств и повышая уровень ликвидности. Результаты этого метода оптимизации денежных потоков во времени оцениваются с помощью среднеквадратического отклонения или коэффициента вариации, которые в процессе оптимизации должны снижаться.

Синхронизация денежных потоков основана на ковариации положительного и отрицательного их видов. В процессе синхронизации должно быть обеспечено повышение уровня корреляции между этими двумя видами денежных потоков. Результаты этого метода оптимизации денежных потоков во времени оцениваются с помощью коэффициента корреляции, который в процессе оптимизации должен стремиться к значению «+».

Заключительным этапом оптимизации является обеспечение условий максимизации чистого денежного потока предприятия. Рост чистого денежного потока обеспечивает повышение темпов экономического развития предприятия на принципах самофинансирования, снижает зависимость этого развития от внешних источников формирования финансовых ресурсов, обеспечивает прирост рыночной стоимости предприятия.

Повышение суммы чистого денежного потока предприятия может быть обеспечено за счет осуществления следующих основных мероприятий:

- снижения суммы постоянных издержек;
- снижения уровня переменных издержек;
- осуществления эффективной налоговой политики, обеспечивающей снижение уровня суммарных налоговых выплат;
- осуществления эффективной ценовой политики, обеспечивающей повышение уровня доходности операционной деятельности;
- использования метода ускоренной амортизации основных средств;
- сокращения периода амортизации используемых предприятием нематериальных активов;

- продажи неиспользуемых видов основных средств и нематериальных активов;
- усиления претензионной работы с целью полного и своевременного взыскания штрафных санкций.

Результаты оптимизации денежных потоков предприятия получают свое отражение в системе планов формирования и использования денежных средств в предстоящем периоде.

Контрольные вопросы

1. Что такое денежный поток предприятия и какова его роль на предприятии?
2. По каким признакам можно классифицировать денежные потоки предприятия?
3. Назовите основные принципы, на которых базируется процесс управления денежными потоками предприятия.
4. Какие два основных метода используются для подготовки отчетности о движении денежных средств?
5. Каковы этапы процесса управления денежными потоками предприятия?
6. Какие факторы необходимо учитывать при оптимизации денежных потоков?

9.1. Сущность и классификация финансовых рисков предприятия

Финансовая деятельность предприятия во всех ее формах сопряжена с многочисленными рисками, степень влияния которых на результаты этой деятельности существенно возрастает с переходом к рыночной экономике. Риски, сопровождающие эту деятельность, выделяются в особую группу **финансовых рисков**, играющих наиболее значимую роль в общем «портфеле рисков» предприятия. Возрастающие степени влияния финансовых рисков на результаты финансовой деятельности предприятия связано с быстрой изменчивостью экономической ситуации в стране и конъюнктуры финансового рынка, расширением сферы финансовых отношений и ее «раскрепощением», появлением новых для нашей хозяйственной практики финансовых технологий и инструментов и рядом других факторов.

Финансовый риск является одной из наиболее сложных категорий, связанных с осуществлением хозяйственной деятельности, которой присущи следующие основные характеристики.

1. Экономическая природа. Финансовый риск проявляется в сфере экономической деятельности предприятия, прямо связан с формированием его прибыли и характеризуется возможными экономическими его потерями в процессе осуществления финансовой деятельности.

2. Объективность проявления. Финансовый риск является объективным явлением в функционировании любого предприятия; он сопровождает практически все виды финансовых операций и все направления его финансовой деятельности. Хотя ряд параметров финансового риска зависят от субъективных управленческих решений, объективная природа его проявления остается неизменной.

3. Вероятность реализации. Вероятность категории финансового риска проявляется в том, что рисковое событие может произойти, а может и не произойти в процессе осуществления финансовой деятельности предприятия. Степень этой вероятности определяется действием как объективных, так и субъективных факторов, однако

вероятностная природа финансового риска является постоянной его характеристикой.

4. Неопределенность последствий. Эта характеристика финансового риска определяется недетерминированностью его финансовых результатов, в первую очередь уровня доходности осуществляемых финансовых операций. Ожидаемый уровень результативности финансовых операций может колебаться в зависимости от вида и уровня риска в довольно значительном диапазоне. Иными словами, финансовый риск может сопровождаться как существенными финансовыми потерями для предприятия, так и формированием дополнительных его доходов.

5. Ожидаемая неблагоприятность последствий. Хотя последствия проявления финансового риска могут характеризоваться как негативными, так и позитивными показателями результативности финансовой деятельности, этот риск в хозяйственной практике характеризуется и измеряется уровнем возможных неблагоприятных последствий. Это связано с тем, что ряд крайне негативных последствий финансового риска определяют потерю не только дохода, но и капитала предприятия, что приводит его к банкротству (т. е. к необратимым негативным последствиям для его деятельности).

6. Вариабельность уровня. Уровень финансового риска, присущий той или иной финансовой операции или определенному виду финансовой деятельности предприятия, не является неизменным. Прежде всего он существенно варьирует во времени, т. е. зависит от продолжительности осуществления финансовой операции, так как фактор времени оказывает самостоятельное воздействие на уровень финансового риска (проявляемое через уровень ликвидности вкладываемых финансовых средств, неопределенность движения ставки ссудного процента на финансовом рынке и т. п.). Кроме того, показатель уровня финансового риска значительно варьирует под воздействием многочисленных объективных и субъективных факторов, которые находятся в постоянной динамике.

7. Субъективность оценки. Несмотря на объективную природу финансового риска как экономического явления, основной оценочный его показатель – уровень риска – носит субъективный характер. Эта субъективность, т. е. неравнозначность оценки данного объективного явления, определяется различным уровнем полноты и достоверности

информационной базы, квалификации финансовых менеджеров, их опыта в сфере риск-менеджмента и другими факторами.

Рассмотренные характеристики категории финансового риска позволяют следующим образом сформулировать его понятие.

Под финансовым риском предприятия понимается вероятность возникновения неблагоприятных финансовых последствий в форме потери дохода или капитала в ситуации неопределенности условий осуществления его финансовой деятельности.

Финансовые риски предприятия характеризуются большим многообразием и в целях осуществления эффективного управления ими классифицируются по следующим основным признакам.

1. **По видам.** Этот классификационный признак финансовых рисков является основным параметром их дифференциации в процессе управления. Характеристика конкретного вида риска одновременно дает представление о генерирующем его факторе, что позволяет «привязать» оценку степени вероятности возникновения и размера возможных финансовых потерь по данному виду риска к динамике соответствующего фактора. Видовое разнообразие финансовых рисков в классификационной их системе представлено в наиболее широком диапазоне. Следует отметить, что появление новых финансовых технологий, использование новых финансовых инструментов и другие инновационные факторы будут порождать новые виды финансовых рисков.

- ***Риск снижения финансовой устойчивости (или риск нарушения равновесия финансового развития) предприятия.*** Генерируется несовершенством структуры капитала (чрезмерной долей используемых заемных средств), порождающим несбалансированность положительного и отрицательного денежных потоков предприятия по объемам. Природа этого риска и формы его проявления рассмотрены в процессе изложения действия механизма финансового леввериджа. В составе финансовых рисков по степени опасности (генерирования угрозы банкротства предприятия) этот вид риска играет ведущую роль.

- ***Риск неплатежеспособности (или риск несбалансированной ликвидности) предприятия.*** Генерируется снижением уровня ликвидности оборотных активов, порождающим разбалансированность

положительного и отрицательного денежных потоков предприятия во времени. По своим финансовым последствиям этот вид риска также относится к числу наиболее опасных.

• **Инвестиционный риск.** Характеризует возможность возникновения финансовых потерь в процессе инвестиционной деятельности предприятия. В соответствии с видами этой деятельности разделяются и виды инвестиционного риска – риск реального инвестирования и риск финансового инвестирования. Все рассмотренные виды финансовых рисков, связанных с осуществлением инвестиционной деятельности, относятся к так называемым «сложным рискам», подразделяющимся, в свою очередь, на отдельные их подвиды. Так, в составе риска реального инвестирования могут быть выделены риски несвоевременной подготовки инвестиционного проекта; несвоевременного завершения проектно-конструкторских работ; несвоевременного окончания строительно-монтажных работ; несвоевременного открытия финансирования по инвестиционному проекту; потери инвестиционной привлекательности проекта в связи с возможным снижением его эффективности и т. п. Так как все подвиды инвестиционных рисков связаны с возможной потерей капитала предприятия, они также включаются в группу наиболее опасных финансовых рисков.

• **Инфляционный риск.** В условиях инфляционной экономики он выделяется в самостоятельный вид финансовых рисков. Этот вид риска характеризуется возможностью обесценения реальной стоимости капитала (в форме финансовых активов предприятия), а также ожидаемых доходов от осуществления финансовых операций в условиях инфляции. Так как этот вид риска в современных условиях носит постоянный характер и сопровождает практически все финансовые операции предприятия, в финансовом менеджменте ему уделяется постоянное внимание.

• **Процентный риск.** Состоит в непредвиденном изменении процентной ставки на финансовом рынке (как депозитной, так и кредитной). Причинами возникновения данного вида финансового риска (если элиминировать ранее рассмотренную инфляционную его составляющую) являются изменение конъюнктуры финансового рынка под воздействием государственного регулирования, рост

или снижение предложения свободных денежных ресурсов и другие факторы. Отрицательные финансовые последствия этого вида риска проявляются в эмиссионной деятельности предприятия (при эмиссии как акций, так и облигаций), в его дивидендной политике, в краткосрочных финансовых вложениях и некоторых других финансовых операциях.

- **Валютный риск.** Присущ предприятиям, ведущим внешне-экономическую деятельность (импортирующим сырье, материалы и полуфабрикаты и экспортирующим готовую продукцию). Он проявляется в недополучении предусмотренных доходов в результате непосредственного воздействия изменения обменного курса иностранной валюты, используемой во внешнеэкономических операциях предприятия, на ожидаемые денежные потоки от этих операций. Так, импортируя сырье и материалы, предприятие проигрывает от повышения обменного курса соответствующей иностранной валюты по отношению к национальной. Снижение же этого курса определяет финансовые потери предприятия при экспорте готовой продукции.

- **Депозитный риск.** Отражает возможность невозврата депозитных вкладов (непогашения депозитных сертификатов). Он встречается относительно редко и связан с неправильной оценкой и неудачным выбором коммерческого банка для осуществления депозитных операций предприятия. Тем не менее случаи реализации депозитного риска встречаются не только в нашей стране, но и в странах с развитой рыночной экономикой.

- **Кредитный риск.** Имеет место в финансовой деятельности предприятия при предоставлении им товарного (коммерческого) или потребительского кредита покупателям. Формой его проявления является риск неплатежа или несвоевременного расчета за отпущенную предприятием в кредит готовую продукцию, а также превышения расчетного бюджета по инкассированию долга.

- **Налоговый риск.** Имеет ряд проявлений: вероятность введения новых видов налогов и сборов на осуществление отдельных аспектов хозяйственной деятельности; возможность увеличения уровня ставок действующих налогов и сборов; изменение сроков и условий осуществления отдельных налоговых платежей; вероятность отмены действующих налоговых льгот в сфере хозяйственной деятель-

ности предприятия. Являясь для предприятия непредсказуемым (об этом свидетельствует современная отечественная фискальная политика), он оказывает существенное воздействие на результаты его финансовой деятельности.

- **Структурный риск.** Генерируется неэффективным финансированием текущих затрат предприятия, обуславливающим высокий удельный вес постоянных издержек в общей их сумме. Высокий коэффициент операционного леввериджа при неблагоприятных изменениях конъюнктуры товарного рынка и снижении валового объема положительного денежного потока по операционной деятельности генерирует значительно более высокие темпы снижения суммы чистого денежного потока по этому виду деятельности.

- **Криминогенный риск.** В сфере финансовой деятельности предприятий он проявляется в форме объявления его партнерами фиктивного банкротства; подделки документов, обеспечивающих незаконное присвоение сторонними лицами денежных и других активов; хищения отдельных видов активов собственным персоналом и др. Значительные финансовые потери, которые в связи с этим несет предприятие на современном этапе, обуславливают выделение криминогенного риска в самостоятельный вид финансовых рисков.

- **Прочие виды рисков.** Группа прочих финансовых рисков довольно обширна, но по вероятности возникновения или уровню финансовых потерь она не столь значима для предприятий, как рассмотренные выше. К ним относятся риски стихийных бедствий и другие аналогичные форс-мажорные риски, которые могут привести не только к потере предусматриваемого дохода, но и части активов предприятия (основных средств; запасов товарно-материальных ценностей); риск несвоевременного осуществления расчетно-кассовых операций (связанный с неудачным выбором обслуживающего коммерческого банка); риск эмиссионный и др.

2. По характеризуемому объекту выделяют следующие группы финансовых рисков:

- **риск отдельной финансовой операции.** Характеризует в комплексе весь спектр видов финансовых рисков, присущих определенной финансовой операции (например, риск, присущий приобретению конкретной акции);

- **риск различных видов финансовой деятельности** (например, риск инвестиционной или кредитной деятельности предприятия);

- **риск финансовой деятельности предприятия в целом.** Комплекс различных видов рисков, присущих финансовой деятельности предприятия, определяется спецификой организационно-правовой формы его деятельности, структурой капитала, составом активов, соотношением постоянных и переменных издержек и т. п.

3. **По совокупности исследуемых инструментов** финансовые риски подразделяются на следующие группы:

- **индивидуальный финансовый риск.** Характеризует совокупный риск, присущий отдельным финансовым инструментам;

- **портфельный финансовый риск.** Характеризует совокупный риск, присущий комплексу однофункциональных финансовых инструментов, объединенных в портфель (например, кредитный портфель предприятия, его инвестиционный портфель и т. п.).

4. **По комплексности исследования** выделяют следующие группы рисков:

- **простой финансовый риск.** Вид финансового риска, который не расчленяется на отдельные его подвиды. Примером простого финансового риска является риск инфляционный;

- **сложный финансовый риск.** Вид финансового риска, который состоит из комплекса рассматриваемых его подвидов. Примером сложного финансового риска является риск инвестиционный (например, риск инвестиционного проекта).

5. **По источникам возникновения** выделяют следующие группы финансовых рисков:

- **внешний, систематический или рыночный риск** (все термины определяют этот риск как независящий от деятельности предприятия). Характерен для всех участников финансовой деятельности и всех видов финансовых операций. Он возникает при смене отдельных стадий экономического цикла, изменении конъюнктуры финансового рынка и в ряде других аналогичных случаев, на которые предприятие в процессе своей деятельности повлиять не может. К этой группе рисков могут быть отнесены инфляционный, процентный, валютный, налоговый риски и частично инвестиционный риск (при изменении макроэкономических условий инвестирования);

- **внутренний, несистематический или специфический риск** (все термины определяют этот финансовый риск как зависящий от деятельности конкретного предприятия). Он может быть связан с неквалифицированным финансовым менеджментом, неэффективной структурой активов и капитала, чрезмерной приверженностью к рисковому (агрессивным) финансовым операциям с высокой нормой прибыли, недооценкой хозяйственных партнеров и другими аналогичными факторами, отрицательные последствия которых в значительной мере можно предотвратить за счет эффективного управления финансовыми рисками.

Деление финансовых рисков на систематический и несистематический является одной из важных исходных предпосылок теории управления рисками.

6. По финансовым последствиям все риски подразделяются на такие группы:

- **риск, влекущий только экономические потери.** При этом виде риска финансовые последствия могут быть только отрицательными (потеря дохода или капитала);

- **риск, влекущий упущенную выгоду.** Характеризует ситуацию, когда предприятие в силу сложившихся объективных и субъективных причин не может осуществить запланированную финансовую операцию (например, при снижении кредитного рейтинга предприятие не может получить необходимый кредит и использовать эффект финансового левериджа);

- **риск, влекущий как экономические потери, так и дополнительные доходы.** В литературе этот вид финансового риска часто называется «спекулятивным финансовым риском», так как он связывается с осуществлением спекулятивных (агрессивных) финансовых операций.

Однако этот термин (в такой увязке) представляется не совсем точным, так как данный вид риска присущ не только спекулятивным финансовым операциям (например, риск реализации реального инвестиционного проекта, доходность которого в эксплуатационной стадии может быть ниже или выше расчетного уровня).

7. По характеру проявления во времени выделяют две группы финансовых рисков:

- **постоянный финансовый риск** – характерен для всего периода осуществления финансовой операции и связан с действием постоянных факторов. Примером такого финансового риска является процентный риск, валютный риск и т. п.;

- **временный финансовый риск** – риск, носящий перманентный характер, возникающий лишь на отдельных этапах осуществления финансовой операции. Примером такого вида финансового риска является риск неплатежеспособности эффективно функционирующего предприятия.

8. По уровню финансовых потерь риски подразделяются на следующие группы:

- **допустимый финансовый риск** – риск, финансовые потери по которому не превышают расчетной суммы прибыли по осуществляемой финансовой операции;

- **критический финансовый риск** – риск, финансовые потери по которому не превышают расчетной суммы валового дохода по осуществляемой финансовой операции;

- **катастрофический финансовый риск** – риск, финансовые потери по которому определяются частичной или полной утратой собственного капитала (этот вид риска может сопровождаться утратой и заемного капитала).

9. По возможности предвидения финансовые риски подразделяются на следующие две группы:

- **прогнозируемый финансовый риск** – характеризует те виды рисков, которые связаны с циклическим развитием экономики, сменой стадий конъюнктуры финансового рынка, предсказуемым развитием конкуренции и т. п. Предсказуемость финансовых рисков носит относительный характер, так как прогнозирование со 100 %-ным результатом исключает рассматриваемое явление из категории рисков. Примером прогнозируемых финансовых рисков являются инфляционный, процентный риски и некоторые другие их виды (естественно, речь идет о прогнозировании риска в краткосрочном периоде);

- **непрогнозируемый финансовый риск** – характеризует виды финансовых рисков, отличающихся полной непредсказуемостью проявления. Примером таких рисков выступают риски форс-мажорной группы, налоговый риск и некоторые другие.

Соответственно этому классификационному признаку финансовые риски подразделяются также на *регулируемые* и *нерегулируемые* в рамках предприятия.

10. По возможности страхования финансовые риски делят также на две группы:

- *страхуемый финансовый риск*. К ним относятся риски, которые могут быть переданы в порядке внешнего страхования соответствующим страховым организациям (в соответствии с номенклатурой финансовых рисков, принимаемых ими к страхованию);

- *нестрахуемый финансовый риск*. К ним относятся те их виды, по которым отсутствует предложение соответствующих страховых продуктов на страховом рынке.

Состав рисков этих рассматриваемых двух групп очень подвижен и связан не только с возможностью их прогнозирования, но и с эффективностью осуществления отдельных видов страховых операций в конкретных экономических условиях при сложившихся формах государственного регулирования страховой деятельности.

Учитывая экономическую нестабильность развития страны, раннюю стадию жизненного цикла многих созданных в последнее десятилетие предприятий и преимущественно агрессивный менталитет их руководителей и финансовых менеджеров, можно констатировать, что принимаемые ими финансовые риски отличаются большим разнообразием и достаточно высоким уровнем в сравнении с портфелем этих рисков у предприятий, функционирующих в странах с развитой рыночной экономикой.

9.2. Политика управления финансовыми рисками

Управление финансовыми рисками предприятия представляет собой специфическую сферу финансового менеджмента, которая в последние годы выделилась в особую область знаний — риск-менеджмент.

Управление финансовыми рисками предприятия представляет собой процесс предвидения и нейтрализации их негативных финансовых последствий, связанный с их идентификацией, оценкой, профилактикой и страхованием.

Управление финансовыми рисками предприятия основывается на определенных принципах, основными из которых являются следующие.

1. Осознанность принятия рисков. Финансовый менеджер должен сознательно идти на риск, если он надеется получить соответствующий доход от осуществления финансовой операции. Естественно, по отдельным операциям после оценки уровня риска можно принять тактику «избежания риска», однако полностью исключить риск из финансовой деятельности предприятия невозможно, так как финансовый риск – объективное явление, присущее большинству хозяйственных операций. Осознанность принятия тех или иных видов финансовых рисков является важнейшим условием нейтрализации их негативных последствий в процессе управления ими.

2. Управляемость принимаемыми рисками. В состав портфеля финансовых рисков должны включаться преимущественно те из них, которые поддаются нейтрализации в процессе управления независимо от их объективной или субъективной природы. Только по таким видам рисков финансовый менеджер может использовать весь арсенал внутренних механизмов их нейтрализации, т. е. проявить искусство управления ими. Риски неуправляемые, например риски форс-мажорной группы, можно только передать внешнему страховщику.

3. Независимость управления отдельными рисками. Один из важнейших постулатов теории риск-менеджмента гласит, что риски независимы друг от друга и финансовые потери по одному из рисков портфеля необязательно увеличивают вероятность наступления рискового случая по другим финансовым рискам. Иными словами, финансовые потери по различным видам рисков независимы друг от друга и в процессе управления ими должны нейтрализоваться индивидуально.

4. Сопоставимость уровня принимаемых рисков с уровнем доходности финансовых операций. Этот принцип является основополагающим в теории риск-менеджмента. Он заключается в том, что предприятие должно принимать в процессе осуществления финансовой деятельности только те виды финансовых рисков, уровень которых не превышает соответствующего уровня доходности по шкале «доходность – риск». Любой вид риска, по которому уровень риска

выше уровня ожидаемой доходности (с включенной в нее премией за риск), должен быть предприятием отвергнут (или соответственно должны быть пересмотрены размеры премии за данный риск).

5. Сопоставимость уровня принимаемых рисков с финансовыми возможностями предприятия. Ожидаемый размер финансовых потерь предприятия, соответствующий тому или иному уровню финансового риска, должен соответствовать той доле капитала, которая обеспечивает внутреннее страхование рисков. В противном варианте наступление рискового случая повлечет за собой потерю определенной части активов, обеспечивающих операционную или инвестиционную деятельность предприятия, т. е. снизит его потенциал формирования прибыли и темпы предстоящего развития. Размер рискового капитала, включающего и соответствующие внутренние страховые фонды, должен быть определен предприятием заранее и служить рубежом принятия тех видов финансовых рисков, которые не могут быть переданы партнеру по операции или внешнему страховщику.

6. Экономичность управления рисками. Основу управления финансовыми рисками составляет нейтрализация их негативных финансовых последствий для деятельности предприятия при возможном наступлении рискового случая. Вместе с тем затраты предприятия по нейтрализации соответствующего финансового риска не должны превышать суммы возможных финансовых потерь по нему даже при самой высокой степени вероятности наступления рискового случая. Критерий экономичности управления рисками должен соблюдаться при осуществлении как внутреннего, так и внешнего страхования финансовых рисков.

7. Учет временного фактора в управлении рисками. Чем длиннее период осуществления финансовой операции, тем шире диапазон сопутствующих ей рисков, тем меньше возможностей обеспечивать нейтрализацию их негативных финансовых последствий по критерию экономичности управления рисками. При необходимости осуществления таких финансовых операций предприятие должно обеспечить получение необходимого дополнительного уровня доходности по ней не только за счет премии за риск, но и премии за ликвидность (так как период осуществления финансовой операции представляет собой период «замороженной ликвидности» вложен-

ного в нее капитала). Только в этом случае у предприятия будет сформирован необходимый финансовый потенциал для нейтрализации негативных финансовых последствий по такой операции при возможном наступлении рискованного случая.

8. Учет финансовой стратегии предприятия в процессе управления рисками. Система управления финансовыми рисками должна базироваться на общих критериях избранной предприятием финансовой стратегии (отражающей его финансовую идеологию по отношению к уровню допустимых рисков), а также финансовой политики по отдельным направлениям финансовой деятельности. Большинство направлений финансовой политики по вопросам управления финансовой деятельностью предприятия включают как обязательный элемент уровень допустимого риска. Аналогичные показатели установлены и в финансовой стратегии предприятия в целом. Поэтому управление рисками отдельных финансовых операций должно исходить из соответствующих параметров риска, содержащихся в этих плановых документах.

9. Учет возможности передачи рисков. Принятие ряда финансовых рисков несопоставимо с финансовыми возможностями предприятия по нейтрализации их негативных последствий при вероятном наступлении рискованного случая. В то же время осуществление соответствующей финансовой операции может диктоваться требованиями стратегии и направленности финансовой деятельности. Включение таких рисков в портфель совокупных финансовых рисков допустимо лишь в том случае, если возможна частичная или полная их передача партнерам по финансовой операции или внешнему страховщику. Критерий внешней страхуемости рисков (по соответствующим видам наиболее рискованных финансовых операций) должен быть обязательно учтен при формировании портфеля финансовых рисков предприятия.

С учетом рассмотренных принципов на предприятии формируется специальная политика управления финансовыми рисками.

Политика управления финансовыми рисками представляет собой часть общей финансовой стратегии предприятия, заключающейся в разработке системы мероприятий по нейтрализации воз-

можных негативных финансовых последствий рисков, связанных с осуществлением различных аспектов финансовой деятельности.

Формирование и реализация политики управления финансовыми рисками предусматривает осуществление следующих основных мероприятий.

1. Идентификация отдельных видов рисков, связанных с финансовой деятельностью предприятия. Процесс идентификации отдельных видов финансовых рисков осуществляется по следующим трем этапам.

На первом этапе в разрезе каждого направления финансовой деятельности (отдельных видов финансовых операций) определяются присущие им внешние или систематические виды финансовых рисков. В связи со спецификой финансовой деятельности предприятия отдельные из рассмотренных в процессе классификации видов систематических финансовых рисков из формируемого перечня исключаются (речь идет о *валютном риске*, если предприятие не осуществляет внешнеэкономической деятельности; *процентном риске*, если предприятие не осуществляет депозитных операций и не привлекает финансовый кредит и т. п.).

На втором этапе определяется перечень внутренних или несистематических (специфических) финансовых рисков, присущих отдельным видам финансовой деятельности, или намечаемых финансовых операций предприятия (риск снижения финансовой устойчивости, риск неплатежеспособности, структурный риск, кредитный риск и т. п.).

На третьем этапе формируется предполагаемый общий портфель финансовых рисков, связанных с предстоящей финансовой деятельностью предприятия (включающий возможные систематические и несистематические финансовые риски).

2. Оценка широты и достоверности информации, необходимой для определения уровня финансовых рисков.

Выбор методов оценки уровня финансовых рисков, а также надежность ее результатов во многом определяются используемой в этих целях информационной базой. В процессе оценки качества этой информационной базы проверяется ее полнота для характеристики отдельных видов рисков; возможность построения необ-

ходимых рядов динамики (для оценки уровня рисков, проявляемых в динамике, — инфляционного, валютного, процентного и т. п.) и требуемых группировок (при оценке статических видов рисков, например, кредитного, криминогенного и т. п.); возможность сопоставимой оценки сумм финансовых потерь в едином уровне цен; надежность источников информации (собственная информационная база, публикуемые статистические данные и т. п.). Следует иметь в виду, что недостаточная или некачественная информационная база, используемая в процессе оценки уровня финансовых рисков, усиливает субъективизм такой оценки, а следовательно, снижает эффективность всего дальнейшего процесса риск-менеджмента.

3. Выбор и использование соответствующих методов оценки вероятности наступления рискового события по отдельным видам финансовых рисков. Выбор конкретных методов оценки из рассмотренного их арсенала определяется следующими факторами:

- видом финансового риска;
- полнотой и достоверностью информационной базы, сформированной для оценки уровня вероятности различных финансовых рисков;
- уровнем квалификации финансовых менеджеров (риск-менеджеров), осуществляющих оценку; степень их подготовленности к использованию современного математического и статистического аппарата проведения такой оценки;
- технической и программной оснащенностью финансовых менеджеров (риск-менеджеров), возможностью использования современных компьютерных технологий проведения такой оценки;
- возможностью привлечения к оценке сложных финансовых рисков квалифицированных экспертов и др.

4. Определение размера возможных финансовых потерь при наступлении рискового события по отдельным видам финансовых рисков. Размер возможных финансовых потерь определяется характером осуществляемых финансовых операций, объемом задействованных в них активов (капитала) и максимальным уровнем амплитуды колеблемости доходов при соответствующих видах финансовых рисков. На основе этого определения производится группировка

осуществляемых (намечаемых к осуществлению) финансовых операций по размеру возможных финансовых потерь.

В финансовом менеджменте используется следующая группировка финансовых операций по зонам риска с позиций возможных финансовых потерь при наступлении рискованного случая:

1) **безрисковая зона.** В связи с безрисковым характером осуществляемых в ней операций возможные финансовые потери по ним не прогнозируются. К таким финансовым операциям могут быть отнесены хеджирование, инвестирование средств в государственные краткосрочные облигации (при низких темпах инфляции в стране) и др.;

2) **зона допустимого риска.** Критерием допустимого уровня финансовых рисков является возможность потерь по рассматриваемой финансовой операции в размере расчетной суммы прибыли;

3) **зона критического риска.** Критерием критического уровня финансовых рисков является возможность потерь по рассматриваемой финансовой операции в размере расчетной суммы дохода. В этом случае убыток предприятия будет исчисляться суммой понесенных им затрат (издержек);

4) **зона катастрофического риска.** Критерием катастрофического уровня финансовых рисков является возможность потерь по рассматриваемой финансовой операции в размере всего собственного капитала или существенной его части. Такие финансовые операции при неудачном их исходе приводят обычно предприятие к банкротству.

Результаты проведенной группировки позволяют оценить уровень концентрации финансовых операций в различных зонах риска по размеру возможных финансовых потерь. Для этого определяется, какой удельный вес занимают отдельные финансовые операции в каждой из соответствующих зон риска. Выделение операций с высоким уровнем концентрации в наиболее опасных зонах риска (зонах катастрофического или критического риска) позволяет рассматривать их как объект повышенного внимания в процессе дальнейших этапов управления финансовыми рисками.

Для обобщающей характеристики уровня риска финансовой деятельности предприятия в целом используется показатель — «ко-

эффицент концентрации капитала в зоне соответствующего финансового риска». Он рассчитывается по формуле

$$KKЗР = \frac{KK_3}{K},$$

где $KKЗР$ – коэффициент концентрации капитала предприятия в зоне соответствующего финансового риска; KK_3 – объем капитала предприятия, связанного с операциями в соответствующей зоне риска (безрисковой; допустимого риска; критического риска; катастрофического риска); K – общая сумма капитала предприятия.

5. Исследование факторов, влияющих на уровень финансовых рисков предприятия. Такое исследование преследует цель выявить уровень управляемости отдельными видами финансовых рисков, а также определить пути возможной нейтрализации их негативных последствий. В процессе исследования факторы, влияющие на уровень финансовых рисков, подразделяются на *объективные* (факторы внешнего характера) и *субъективные* (факторы внутреннего характера).

В процессе исследования отдельные факторы рассматриваются по каждому виду финансовых операций предприятия. Кроме того, в процессе исследования определяется чувствительность реагирования уровня финансового риска на изменение отдельных факторов.

6. Установление предельно допустимого уровня финансовых рисков по отдельным финансовым операциям и видам финансовой деятельности. Такой уровень устанавливается в разрезе отдельных видов финансовых операций с учетом соответствующего менталитета руководителей и финансовых менеджеров предприятия (их приверженности к осуществлению консервативной, умеренной или агрессивной финансовой политики по отдельным видам финансовой деятельности).

При осуществлении *умеренной финансовой политики* предельными значениями уровня рисков отдельных финансовых операций, по оценке специалистов, являются:

- по финансовым операциям с допустимым размером потерь – 0,1;
- по финансовым операциям с критическим размером потерь – 0,01;
- по финансовым операциям с катастрофическим размером потерь – 0,001.

Это означает, что намечаемая финансовая операция с нестрахуемыми рисками по ней должна быть отклонена, если в одном случае из 10 по ней может быть потеряна вся расчетная сумма прибыли; в одном случае из 100 – потеряна сумма расчетного валового дохода; в одном случае из 1000 – потерян весь собственный капитал в результате банкротства.

7. Выбор и использование внутренних механизмов в нейтрализации негативных последствий отдельных видов финансовых рисков. Система таких внутренних механизмов включает различные методы их профилактики, мероприятия по самострахованию отдельных видов финансовых рисков и др.

8. Выбор форм и видов страхования («передачи») отдельных финансовых рисков предприятия. В процессе такого страхования, осуществляемого специальными страховыми компаниями, страхуемые риски с существенными размерами возможных финансовых потерь «передаются» частично или полностью другим субъектам хозяйствования.

9. Оценка результативности нейтрализации и организация мониторинга финансовых рисков. Система показателей результативности нейтрализации негативных последствий отдельных видов финансовых рисков включает уровень нейтрализуемых возможных финансовых потерь; экономичность нейтрализации (соотношение затрат на ее осуществление с размером возможных потерь); оценку совокупного риска финансовой деятельности предприятия с учетом мероприятий по их нейтрализации и др. Текущее наблюдение за финансовыми рисками включается в общую систему мониторинга финансовой деятельности предприятия.

Разработанная на предприятии политика управления финансовыми рисками может быть оформлена в виде специального документа – *бизнес-плана риск-менеджмента*, в котором отражаются следующие основные разделы:

- финансовая идеология предприятия в части принятия рисков, отраженная в финансовой стратегии и финансовой политике по основным аспектам его деятельности;
- основные виды рисков, присущие финансовой деятельности предприятия (портфель финансовых рисков предприятия, состав-

ленный по результатам их идентификации в разрезе видов финансовой деятельности и основных финансовых операций);

- группировка видов финансовых рисков по степени вероятности их возникновения и возможному размеру финансовых потерь при наступлении рискового случая;
- рекомендуемые формы нейтрализации рисков отдельных направлений финансовой деятельности и основных финансовых операций;
- проект бюджета по нейтрализации финансовых рисков с расчетом эффективности затрат;
- проект мероприятий (с указанием срока их осуществления и ответственных лиц) по обеспечению нейтрализации финансовых рисков и их мониторингу.

Разработанный документ позволяет в концентрированной форме изложить принципы и механизмы политики управления финансовыми рисками предприятия и ее эффективность.

9.3. Внутренние механизмы нейтрализации финансовых рисков

В системе методов управления финансовыми рисками предприятия основная роль принадлежит внутренним механизмам их нейтрализации.

Внутренние механизмы нейтрализации финансовых рисков представляют собой систему методов минимизации их негативных последствий, избираемых и осуществляемых в рамках самого предприятия.

Основным объектом использования внутренних механизмов нейтрализации являются, как правило, все виды допустимых финансовых рисков, значительная часть рисков критической группы, а также нестрахуемые катастрофические риски, если они принимаются предприятием в силу объективной необходимости. В современных условиях внутренние механизмы нейтрализации охватывают преимущественную часть финансовых рисков предприятия.

Преимуществом использования внутренних механизмов нейтрализации финансовых рисков является высокая степень альтернатив-

ности принимаемых управленческих решений, не зависящих, как правило, от других субъектов хозяйствования. Они исходят из конкретных условий осуществления финансовой деятельности предприятия и его финансовых возможностей, позволяют в наибольшей степени учесть влияние внутренних факторов на уровень финансовых рисков в процессе нейтрализации их негативных последствий.

Система внутренних механизмов нейтрализации финансовых рисков предусматривает использование следующих основных методов.

1. Избежание риска. Это направление нейтрализации финансовых рисков является наиболее радикальным. Оно заключается в разработке таких мероприятий внутреннего характера, которые полностью исключают конкретный вид финансового риска. К числу основных из таких мер относятся:

- *отказ от осуществления финансовых операций, уровень риска по которым чрезмерно высок.* Несмотря на высокую эффективность этой меры, ее использование носит ограниченный характер, так как большинство финансовых операций связано с осуществлением основной производственно-коммерческой деятельности предприятия, обеспечивающей регулярное поступление доходов и формирование его прибыли;

- *отказ от использования в высоких объемах заемного капитала.* Снижение доли заемных финансовых средств в хозяйственном обороте позволяет избежать одного из наиболее существенных финансовых рисков – потери финансовой устойчивости предприятия. Вместе с тем такое избежание риска влечет за собой снижение эффекта финансового левеиджа, т. е. возможности получения дополнительной суммы прибыли на вложенный капитал;

- *отказ от чрезмерного использования оборотных активов в низколиквидных формах.* Повышение уровня ликвидности активов позволяет избежать риска неплатежеспособности предприятия в будущем периоде. Однако такое избежание риска лишает предприятие дополнительных доходов от расширения объемов продажи продукции в кредит и частично порождает новые риски, связанные с нарушением ритмичности операционного процесса из-за снижения размера страховых запасов сырья, материалов, готовой продукции;

- *отказ от использования временно свободных денежных активов в краткосрочных финансовых вложениях.* Эта мера позволяет избежать депозитного и процентного риска, однако порождает инфляционный риск, а также риск упущенной выгоды.

Перечисленные и другие формы избежания финансового риска, несмотря на свой радикализм в отвержении отдельных их видов, лишают предприятие дополнительных источников формирования прибыли, а соответственно, отрицательно влияют на темпы его экономического развития и эффективность использования собственного капитала. Поэтому в системе внутренних механизмов нейтрализации рисков их избежание должно осуществляться очень взвешенно при следующих основных условиях:

- если отказ от одного финансового риска не влечет возникновения другого риска более высокого или однозначного уровня;
- если уровень риска несопоставим с уровнем доходности финансовой операции по шкале «доходность – риск»;
- если финансовые потери по данному виду риска превышают возможности их возмещения за счет собственных финансовых средств предприятия;
- если размер дохода от операции, генерирующей определенные виды риска, незначителен, т. е. занимает неощутимый удельный вес в формируемом положительном денежном потоке предприятия;
- если финансовые операции не характерны для финансовой деятельности предприятия, носят инновационный характер и по ним отсутствует информационная база, необходимая для определения уровня финансовых рисков и принятия соответствующих управленческих решений.

2. Лимитирование концентрации риска. Механизм лимитирования концентрации финансовых рисков используется обычно по тем их видам, которые выходят за пределы допустимого их уровня, т. е. по финансовым операциям, осуществляемым в зоне критического или катастрофического риска. Такое лимитирование реализуется путем установления на предприятии соответствующих внутренних финансовых нормативов в процессе разработки политики осуществления различных аспектов финансовой деятельности.

Система финансовых нормативов, обеспечивающих лимитирование концентрации рисков, может включать:

- *предельный размер (удельный вес) заемных средств, используемых в хозяйственной деятельности.* Этот лимит устанавливается отдельно для операционной и инвестиционной деятельности предприятия, а в ряде случаев – и для отдельных финансовых операций (финансирования реального инвестиционного проекта; финансирования формирования оборотных активов и т. п.);

- *минимальный размер (удельный вес) активов в высоколиквидной форме.* Этот лимит обеспечивает формирование так называемой «ликвидной подушки», характеризующей размер резервирования высоколиквидных активов с целью предстоящего погашения неотложных финансовых обязательств предприятия. В качестве «ликвидной подушки» в первую очередь выступают краткосрочные финансовые вложения предприятия, а также краткосрочные формы его дебиторской задолженности;

- *максимальный размер товарного (коммерческого) или потребительского кредита, предоставляемого одному покупателю.* Размер кредитного лимита, направленный на снижение концентрации кредитного риска, устанавливается при формировании политики предоставления товарного кредита покупателям продукции;

- *максимальный размер депозитного вклада, размещаемого в одном банке.* Лимитирование концентрации депозитного риска в этой форме осуществляется в процессе использования данного финансового инструмента инвестирования капитала предприятия;

- *максимальный размер вложения средств в ценные бумаги одного эмитента.* Эта форма лимитирования направлена на снижение концентрации несистематического (специфического) финансового риска при формировании портфеля ценных бумаг. Для ряда институциональных инвесторов этот лимит устанавливается в процессе государственного регулирования их деятельности в системе обязательных нормативов;

- *максимальный период отвлечения средств в дебиторскую задолженность.* За счет этого финансового норматива обеспечивается лимитирование риска неплатежеспособности, инфляционного риска, а также кредитного риска.

Лимитирование концентрации финансовых рисков является одним из наиболее распространенных внутренних механизмов риск-менеджмента, реализующих финансовую идеологию предприятия в части принятия этих рисков и не требующих высоких затрат.

3. Хеджирование. Этот термин используется в финансовом менеджменте в широком и узком прикладном значении. В широком толковании термин «хеджирование» характеризует процесс использования любых механизмов уменьшения риска возможных финансовых потерь — как внутренних (осуществляемых самим предприятием), так и внешних (передачу рисков другим хозяйствующим субъектам — страховщикам). В узком прикладном значении термин «хеджирование» характеризует внутренний механизм нейтрализации финансовых рисков, основанный на использовании соответствующих видов финансовых инструментов (как правило, производных ценных бумаг — деривативов). В последующем изложении термин «хеджирование» будет использоваться в этом прикладном его значении.

Хеджирование финансовых рисков путем осуществления соответствующих операций с производными ценными бумагами является высокоэффективным механизмом уменьшения возможных финансовых потерь при наступлении рискового случая. Однако оно требует определенных затрат на выплату комиссионного вознаграждения брокерам, премий по опционам и т. п. Тем не менее уровень этих затрат значительно ниже, чем уровень затрат по внешнему страхованию финансовых рисков. Разнообразные формы хеджирования финансовых рисков уже получили распространение в практике отечественного риск-менеджмента.

В зависимости от используемых видов производных ценных бумаг различают следующие механизмы хеджирования финансовых рисков:

- *хеджирование с использованием фьючерсных контрактов.* Оно характеризует механизм нейтрализации финансовых рисков по операциям на товарной или фондовой биржах путем проведения противоположных сделок с различными видами биржевых контрактов. Операция хеджирования с использованием фьючерсных контрактов требует совершения трех видов биржевых сделок: 1) покупку (продажу) реального актива или ценных бумаг с поставкой в буду-

шем периоде (форвардная биржевая сделка); 2) продажу (покупку) фьючерсных контрактов на аналогичное количество активов или ценных бумаг (открытие позиции по фьючерсным контрактам); 3) ликвидацию позиции по фьючерсным контрактам в момент поставки реального актива или ценных бумаг путем совершения обратной (офсетной) сделки с ними. Первые два вида биржевых сделок осуществляются в начальной стадии нейтрализации финансового риска, а третий их вид – в стадии завершения. Принцип механизма хеджирования с использованием фьючерсных контрактов основан на том, что если предприятие несет финансовые потери из-за изменения цен к моменту поставки как продавец реального актива или ценных бумаг, то оно выигрывает в тех же размерах как покупатель фьючерсных контрактов на такое же количество активов или ценных бумаг и наоборот. В связи с этим в механизме нейтрализации финансовых рисков данной группы различают два вида операций с использованием фьючерсных контрактов – хеджирование покупкой и хеджирование продажей этих контрактов;

- *хеджирование с использованием опционов*. Оно характеризует механизм нейтрализации финансовых рисков по операциям с ценными бумагами, валютой, реальными активами или другими видами деривативов. В основе этой формы хеджирования лежит сделка с премией (опционом), уплачиваемой за право (но не обязательство) продать или купить в течение предусмотренного опционным контрактом срока ценную бумагу, валюту, реальный актив или дериватив в обусловленном количестве и по заранее оговоренной цене. В механизме нейтрализации финансовых рисков с использованием этого вида производных ценных бумаг различают хеджирование на основе опциона на покупку (предоставляющего право покупки по оговоренной цене); опциона на продажу (предоставляющего право продажи по оговоренной цене); двойного опциона или «стеллажа» (предоставляющего одновременно право покупки или продажи соответствующего финансового или реального актива по согласованной цене). Цена, которую предприятие выплачивает за приобретение опциона, по существу, является уплачиваемой страховой премией;

- *хеджирование с использованием операции «своп»*. Оно характеризует механизм нейтрализации финансовых рисков по операциям

с валютой, ценными бумагами, долговыми финансовыми обязательствами предприятия. В основе операции «своп» лежит обмен (покупка – продажа) соответствующими финансовыми активами или финансовыми обязательствами с целью улучшения их структуры и снижения возможных потерь. В механизме нейтрализации финансовых рисков с использованием этой формы хеджирования применяются операции валютного свопа (обмена будущих обязательств в одной валюте на соответствующие обязательства в другом виде валюты); фондового свопа (обязательства превратить один вид ценной бумаги в другой, например, обращающиеся облигации предприятия в эмитируемые им акции); процентного свопа (обмена долговых финансовых обязательств предприятия с фиксированной процентной ставкой на обязательства с плавающей процентной ставкой или наоборот).

Механизм нейтрализации финансовых рисков на основе различных форм хеджирования будет получать все большее развитие в отечественной практике риск-менеджмента в силу высокой его результативности.

4. Диверсификация. Механизм диверсификации используется прежде всего для нейтрализации негативных финансовых последствий несистематических (специфических) видов рисков. Вместе с тем он позволяет минимизировать в определенной степени и отдельные виды систематических (специфических) рисков – валютного, процентного и некоторых других. Принцип действия механизма диверсификации основан на разделении рисков, препятствующем их концентрации. В качестве основных форм диверсификации финансовых рисков предприятия могут быть использованы следующие ее направления:

- *диверсификация видов финансовой деятельности* – предусматривает использование альтернативных возможностей получения дохода от различных финансовых операций – краткосрочных финансовых вложений, формирования кредитного портфеля, осуществления реального инвестирования, формирования портфеля долгосрочных финансовых вложений и т. п.;

- *диверсификация валютного портфеля («валютной корзины») предприятия* – предусматривает выбор для проведения внешне-

экономических операций нескольких видов валют. В процессе этого направления диверсификации обеспечивается снижение финансовых потерь по валютному риску предприятия;

- *диверсификация депозитного портфеля* — предусматривает размещение крупных сумм временно свободных денежных средств на хранение в нескольких банках. Так как условия размещения денежных активов при этом существенно не меняются, это направление диверсификации обеспечивает снижение уровня депозитного риска портфеля без изменения уровня его доходности;

- *диверсификация кредитного портфеля* — предусматривает разнообразие покупателей продукции предприятия и направлена на уменьшение его кредитного риска. Обычно диверсификация кредитного портфеля в процессе нейтрализации этого вида финансового риска осуществляется совместно с лимитированием концентрации кредитных операций путем установления дифференцированного по группам покупателей кредитного лимита;

- *диверсификация портфеля ценных бумаг* — позволяет снижать уровень несистематического риска портфеля, не уменьшая при этом уровень его доходности;

- *диверсификация программы реального инвестирования* — предусматривает включение в программу инвестирования различных инвестиционных проектов с альтернативной отраслевой и региональной направленностью, что позволяет снизить общий инвестиционный риск по программе.

Характеризуя механизм диверсификации в целом, следует отметить, однако, что он избирательно воздействует на снижение негативных последствий отдельных финансовых рисков. Обеспечивая несомненный эффект в нейтрализации комплексных, портфельных финансовых рисков несистематической (специфической) группы, он не дает эффекта в нейтрализации подавляющей части систематических рисков — инфляционного, налогового и других. Поэтому использование этого механизма носит на предприятии ограниченный характер.

5. Распределение рисков. Механизм этого направления нейтрализации финансовых рисков основан на частичном их трансферте (передаче) партнерам по отдельным финансовым операциям. При

этом хозяйственным партнерам передается та часть финансовых рисков предприятия, по которой они имеют больше возможностей нейтрализации их негативных последствий и располагают более эффективными способами внутренней страховой защиты.

В современной практике риск-менеджмента получили широкое распространение следующие основные направления распределения рисков (их трансферта партнерам):

- *распределение риска между участниками инвестиционного проекта.* В процессе такого распределения предприятие может осуществить трансферт подрядчикам финансовых рисков, связанных с невыполнением календарного плана строительно-монтажных работ, низким качеством этих работ, хищением переданных им строительных материалов и некоторых других. Для предприятия, осуществляющего трансферт таких рисков, их нейтрализация заключается в переделке работ за счет подрядчика, выплаты им сумм неустоек и штрафов и в других формах возмещения понесенных потерь;

- *распределение риска между предприятием и поставщиками сырья и материалов.* Предметом такого распределения являются прежде всего финансовые риски, связанные с потерей (порчей) имущества (активов) в процессе их транспортирования и осуществления погрузо-разгрузочных работ. Формы такого распределения рисков регулируются соответствующими международными правилами – «ИНКОТЕРМС-90»;

- *распределение риска между участниками лизинговой операции.* Так, при оперативном лизинге передается арендодателю риск морального устаревания используемого (лизингуемого) актива, риск потери им технической производительности (при соблюдении установленных правил эксплуатации) и ряд других видов рисков, предусматриваемых соответствующими специальными оговорками в заключаемом контракте;

- *распределение риска между участниками факторинговой (форфейтинговой) операции.* Предметом такого распределения является прежде всего кредитный риск предприятия, который в преимущественной его доле передается соответствующему финансовому институту – коммерческому банку или факторинговой компании. Эта форма распределения риска носит для предприятия платный ха-

рактер, однако позволяет в существенной степени нейтрализовать негативные финансовые последствия его кредитного риска.

Степень распределения рисков, а следовательно, и уровень нейтрализации их негативных финансовых последствий для предприятия является предметом его контрактных переговоров с партнерами, отражаемых согласованными с ними условиями соответствующих контрактов.

6. Самострахование (внутреннее страхование). Механизм этого направления нейтрализации финансовых рисков основан на резервировании предприятием части финансовых ресурсов, позволяющем преодолеть негативные финансовые последствия по тем финансовым операциям, по которым эти риски не связаны с действиями контрагентов. Основными формами этого направления нейтрализации финансовых рисков являются:

- *формирование резервного (страхового) фонда предприятия.* Он создается в соответствии с требованиями законодательства и устава предприятия. На его формирование направляется не менее 5 % суммы прибыли, полученной предприятием в отчетном периоде;

- *формирование целевых резервных фондов.* Примерами такого формирования могут служить фонд страхования ценового риска (на период временного ухудшения конъюнктуры рынка); фонд уценки товаров на предприятиях торговли; фонд погашения безнадежной дебиторской задолженности по кредитным операциям предприятия и т. п. Перечень таких фондов, источники их формирования и размеры отчислений в них определяются уставом предприятия и другими внутренними нормативами;

- *формирование резервных сумм финансовых ресурсов в системе бюджетов, доводимых различным центрам ответственности.* Такие резервы предусматриваются обычно во всех видах капитальных бюджетов и в ряде гибких текущих бюджетов;

- *формирование системы страховых запасов материальных и финансовых ресурсов по отдельным элементам оборотных активов предприятия.* Такие страховые запасы создаются по денежным активам, сырью, материалам, готовой продукции. Размер потребности в страховых запасах по отдельным элементам оборотных активов устанавливается в процессе их нормирования;

- *нераспределенный остаток прибыли, полученной в отчетном периоде.* До его распределения он может рассматриваться как резерв финансовых ресурсов, направляемых в необходимом случае на ликвидацию негативных последствий отдельных финансовых рисков.

Используя этот механизм нейтрализации финансовых рисков, необходимо иметь в виду, что страховые резервы во всех их формах, хотя и позволяют быстро возместить понесенные предприятием финансовые потери, «замораживают» использование достаточно ощутимой суммы финансовых средств. В результате этого снижается эффективность использования собственного капитала предприятия, усиливается его зависимость от внешних источников финансирования. Это определяет необходимость оптимизации сумм резервируемых финансовых средств с позиций предстоящего их использования для нейтрализации лишь отдельных видов финансовых рисков. К числу таких рисков могут быть отнесены:

- нестрахуемые виды финансовых рисков;
- финансовые риски допустимого и критического уровней с невысокой вероятностью возникновения;
- большинство финансовых рисков допустимого уровня, расчетная стоимость предполагаемого ущерба по которым невысока.

7. Прочие методы внутренней нейтрализации финансовых рисков.

К числу основных из таких методов, используемых предприятием, могут быть отнесены:

- *обеспечение востребования с контрагента по финансовой операции дополнительного уровня премии за риск.* Если уровень риска по намечаемой к осуществлению финансовой операции превышает расчетный уровень дохода по ней (по шкале «доходность – риск»), необходимо обеспечить получение дополнительного дохода по ней или отказаться от ее проведения;

- *получение от контрагентов определенных гарантий.* Такие гарантии, связанные с нейтрализацией негативных финансовых последствий при наступлении рискованного случая, могут быть предоставлены в форме поручительства, гарантийных писем третьих лиц, страховых полисов в пользу предприятия со стороны его контрагентов по высокорисковым финансовым операциям;

• *сокращение перечня форс-мажорных обстоятельств в контрактах с контрагентами.* В современной отечественной хозяйственной практике этот перечень необоснованно расширяется (против общепринятых международных коммерческих и финансовых правил), что позволяет партнерам предприятия избегать в ряде случаев финансовой ответственности за невыполнение своих контрактных обязательств;

• *обеспечение компенсации возможных финансовых потерь по рискам за счет предусматриваемой системы штрафных санкций.* Это направление нейтрализации финансовых рисков предусматривает расчет и включение в условия контрактов с контрагентами необходимых размеров штрафов, пеней, неустоек и других форм финансовых санкций в случае нарушения ими своих обязательств (несвоевременных платежей за продукцию, невыплаты процентов и т. п.). Уровень штрафных санкций должен в полной мере компенсировать финансовые потери предприятия в связи с неполучением расчетного дохода, инфляцией, снижением стоимости денег во времени и т. п.

Выше были рассмотрены лишь основные внутренние механизмы нейтрализации финансовых рисков. Они могут быть существенно дополнены с учетом специфики финансовой деятельности предприятия и конкретного состава портфеля его финансовых рисков.

Контрольные вопросы

1. Что такое финансовые риски и какие характеристики им присущи? По каким признакам их можно классифицировать?
2. На каких принципах основывается управление финансовыми рисками на предприятиях?
3. Какие мероприятия включает политика управления финансовыми рисками?
4. Что такое «самострахование»?
5. Назовите методы управления рисками.

10.1. Цели и задачи оценки стоимости предприятия (бизнеса)

Оценка предприятия – это определение в денежном выражении стоимости предприятия, учитывающей его полезность и затраты, связанные с получением этой полезности.

В условиях нестабильности российской экономики, отражающейся на положении российских предприятий на рынке, оценка стоимости предприятия и его активов приобретает особое значение. Независимая оценка может применяться даже на этапе создания предприятия, когда речь идет о взносе в уставный капитал.

Основные нормативные правовые акты, регулирующие оценку стоимости предприятия (бизнеса) в Российской Федерации, представлены в табл. 1.

Объектом оценки является любая собственность, т. е. любое имущество в совокупности с пакетом связанных с ним прав. Согласно ст. 5 Федерального закона от 29.07.1998 г. № 135-ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» объектом оценки могут быть:

- 1) отдельные материальные объекты (вещи);
- 2) совокупность вещей, составляющих имущество лица, в том числе имущество определенного вида (движимое или недвижимое, в том числе предприятия);
- 3) право собственности и иные вещные права на имущество или отдельные вещи из состава имущества;
- 4) права требования, обязательства (долги);
- 5) работы, услуги, информация;
- 6) иные объекты гражданских прав, в отношении которых законодательством Российской Федерации установлена возможность их участия в гражданском обороте.

Субъектами оценки выступают профессиональные оценщики, обладающие специальными знаниями, и потребители их услуг (заказчики).

Таблица 1

Основные нормативные правовые акты, регулирующие оценку стоимости предприятия (бизнеса) в Российской Федерации

Нормативно-правовой акт	Примечание
Федеральный закон от 29.07.1998 г. № 135-ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации»	Определяет объекты оценки, случаи обязательного проведения оценки, основные нормы и правила ведения оценочной деятельности
Гражданский кодекс РФ	Служит основой для проведения экспертизы ресурсов и прав на них, предусматривает проведение оценки при внесении вклада в имущество хозяйственного товарищества или общества
Постановление Правительства РФ от 06.07.2001 г. № 519 «Об утверждении стандартов оценки»	Содержит стандарты, обязательные к применению субъектами оценочной деятельности в РФ, включает основные термины и определения
Федеральный закон от 26.10.2002 г. № 127-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)»	Указывает на необходимость привлечения для определения стоимости предприятия и его активов независимых оценщиков, устанавливает Положения, условия и ограничения оценки собственности в ходе арбитражного процесса
Постановление Министерства труда и социального развития РФ от 27.11.1996 г. № 11 «Об утверждении квалификационной характеристики по должности «Оценщик (эксперт по оценке имущества)»	Утверждает квалификационную характеристику должности «оценщик», должностные обязанности оценщика, требования к его знаниям и квалификации
Постановление Минтруда России от 24.12.1998 г. № 52 «Об утверждении квалификационной характеристики должности «Оценщик интеллектуальной собственности»	Утверждает квалификационную характеристику должности «оценщик интеллектуальной собственности». Определяет должностные обязанности оценщика, обязательные знания и требования к квалификации по категориям

Оценщики в своей деятельности должны руководствоваться стандартами оценки.

Стандарты оценки – правила оценки, обязательные к применению субъектами оценочной деятельности, разрабатываемые и утверждаемые в соответствии с законодательством.

Наряду со стандартами оценки, утвержденными постановлением Правительства РФ № 519, российские оценщики учитывают международные и европейские стандарты. Международные стандарты оценки (МСО) разрабатываются международным комитетом по стандартам оценки (МКСО), европейские стандарты оценки (ЕСО) – Европейской группой ассоциаций оценщиков (ЕГАО). Российское общество оценщиков (РОО) является полномочным представителем РФ в МКСО.

Анализируя опыт работы отечественных оценочных компаний, можно отчетливо проследить как изменение целей заказываемой оценки, так и все возрастающий уровень требований к качеству работы.

При определении стоимости бизнеса оценщик анализирует влияющие на нее различные микро- и макроэкономические факторы. Макроэкономические показатели характеризуют инвестиционный климат в стране, содержат информацию о том, повлияет ли и как именно на деятельность предприятия изменение макроэкономической ситуации. Факторы макроэкономического риска образуют систематический риск, возникающий из внешних событий, и не могут быть устранены диверсификацией в рамках национальной экономики. Стоимость предприятия, действующего в условиях высокого риска, ниже, чем стоимость аналогичного предприятия, функционирование которого связано с меньшим риском. Обычно более высокий доход характеризуется большей степенью риска.

Основные факторы, влияющие на стоимость бизнеса:

- ликвидность доли и (или) бизнеса (зависит от спроса);
- полезность бизнеса для собственника: характеристики дохода (величина, время получения дохода) и риски, связанные с его получением;
- нематериальные активы, имидж предприятия на рынке;
- ограничения для рассматриваемого бизнеса;
- размер оцениваемой доли бизнеса;
- степень контроля, получаемая новым собственником;
- перспективы развития оцениваемого бизнеса;
- финансовое положение предприятия (наличие собственных средств, оборачиваемость капитала и др.);

- затраты на создание аналогичных предприятий;
- степень конкурентной борьбы в данной отрасли;
- диверсификация производства (состав и структура выпускаемой продукции, услуг);
- качество выпускаемой предприятием продукции;
- технология и затраты производства;
- степень изношенности оборудования;
- ценовая политика;
- взаимоотношения с потребителями и поставщиками;
- уровень управления;
- кадровый состав предприятия.

Для определения реального состояния дел на предприятии оценщику необходимо выяснить:

- какие цели ставит перед собой предприятие (выжить или развиваться);
- пользуется ли спросом продукция предприятия, сильна ли конкуренция и каково прогнозное состояние спроса и уровня конкурентной борьбы в отрасли;
- есть ли возможность повышать цену на продукцию;
- каково финансовое состояние и т. д.

Основные цели оценки бизнеса:

- решение вопроса о частичной или полной купле-продаже бизнеса при выходе одного или нескольких участников из общества и т. д.;
- выход на фондовые рынки;
- определение стоимости ценных бумаг предприятия в случае их купли-продажи на фондовом рынке и проведения различного рода операций с ними;
- определение максимально приемлемых цен приобретения акций поглощаемых компаний;
- реструктуризация предприятия (ликвидация, слияние, поглощение, выделение и т. д.);
- оценка качества управления предприятием;
- повышение эффективности управления предприятием;
- внесение имущества в уставный капитал предприятия;
- решение имущественных споров;
- обоснование инвестиционных проектов развития предприятия;

- управление финансами предприятия: оценка кредитоспособности, определение стоимости доли предприятия как залога при кредитовании;
- страхование активов и деловых рисков;
- антикризисное управление, осуществление процедуры банкротства;
- оценка стоимости части имущества предприятия (в целях решения вопроса о купле-продаже части имущества для высвобождения неиспользуемых активов или расчетов с кредиторами в случае некредитоспособности, для получения кредита под залог части имущества, для страхования, передачи недвижимости в аренду, определения базы налога на имущество, оформления части недвижимости в качестве вклада в уставный капитал другого предприятия);
- оценка стоимости фирменного знака или других средств индивидуализации предприятия и его продукции или услуг (при их перекупке, приобретении другой фирмой, при установлении нанесенного деловой репутации предприятия ущерба, при использовании в качестве вклада в уставный капитал и др.);
- выкуп акций у акционеров;
- обжалование судебного решения об изъятии собственности, когда возмещение от изъятия бизнеса необоснованно занижено;
- определение величины арендной платы при сдаче бизнеса в аренду;
- эмиссия акций обществом.

При купле-продаже или реструктуризации предприятия потребность в оценке возникает во избежание споров о стоимости имущества предприятия (основных и оборотных средств) или бизнеса в целом с учетом его доходности в краткосрочном периоде и долгосрочной перспективе.

Еще на стадии создания предприятия независимая оценка может быть полезна при внесении имущества в уставный капитал. Так как деятельность оценщика регламентируется законодательством, отчет об оценке имеет юридическую силу и указанные в нем результаты определения стоимости могут быть использованы в суде при возникновении каких-либо имущественных споров, в частности относительно уставного капитала.

В процессе функционирования практически каждого предприятия необходима независимая оценка для управления финансами. Особенно эффективно используется оценка при кредитовании: отчет об оценке является необходимым документом для получения кредитов под залог имущества.

10.2. Процесс оценки стоимости предприятия

Процесс оценки бизнеса представляет собой последовательность этапов, выполняемых специалистом-оценщиком для определения стоимости предприятия (бизнеса).

В соответствии с постановлением Правительства РФ «Об утверждении стандартов оценки» оценка проводится в несколько этапов:

- 1) заключение договора об оценке с заказчиком;
- 2) установление количественных и качественных характеристик объекта оценки;
- 3) анализ рынка, на котором представлен объект оценки;
- 4) выбор метода (методов) оценки в рамках каждого из подходов к оценке и осуществление необходимых расчетов;
- 5) обобщение результатов, полученных в рамках каждого из подходов к оценке, и определение итоговой величины стоимости объекта оценки;
- 6) составление и передача заказчику отчета об оценке.

Рассмотрим перечисленные этапы с учетом особенностей оценки бизнеса.

На этапе «*Определение объекта*» осуществляется постановка задачи:

- объект оценки описывается на основе соответствующих юридических документов, подтверждающих права на имущество, учитывается состав имущества, его местоположение, особенности бизнеса;
- устанавливаются связанные с объектом имущественные права, отношения собственности;
- определяется дата проведения оценки – календарная дата, по состоянию на которую следует выяснить стоимость объекта оценки;
- указывается цель оценки объекта, которая, как правило, заключается в определении оценочной стоимости, необходимой заказчику

- для принятия им обоснованных решений относительно инвестирования, переоценки, продажи, взятия кредита под залог и т. д.;
- устанавливается вид стоимости, который необходимо определить в соответствии с поставленной целью;
 - формулируются ограничивающие условия – заявления в отчете, описывающие препятствия или обстоятельства, которые влияют на оценку стоимости имущества.

Стоимость бизнеса и любого другого имущества меняется со временем, поэтому важным является установление даты оценки. Возможно проведение оценки на уже прошедшую дату, а вот дата составления отчета об оценке в соответствии с законодательством должна быть только текущей.

Фактором, определяющим дату оценки, может быть дата проведения инвентаризации имущества предприятия, так как именно данные о составе и состоянии имущества, определяемые актом инвентаризации, являются основной информационной базой для оценки. Учитывается также дата осмотра объекта оценки экспертом-оценщиком.

Если к предприятию применена процедура банкротства, дата оценки может устанавливаться на момент подачи в арбитражный суд заявления о признании должника банкротом. Применительно к отдельным этапам банкротства при определении состава и размера обязательств должника Федеральный закон «О несостоятельности (банкротстве)» придает юридическое значение не дате подачи в суд заявления, а моменту принятия судом решения или определения о введении соответствующей процедуры. Например, при проведении процедуры внешнего управления мораторий на удовлетворение требований кредиторов распространяется на обязательства, сроки исполнения которых наступили до введения внешнего управления. При введении конкурсного производства срок исполнения всех обязательств должника, а также отсроченных обязательных платежей считается вступившим в силу с момента принятия судом решения о признании должника банкротом и об открытии конкурсного производства.

На этапе *«Заключение договора об оценке»* проводится предварительный осмотр объекта; определяются необходимые и достаточные данные для оценки предприятия, устанавливаются источ-

ники их получения; подбирается персонал, специализирующийся на оценке заданного класса объектов; проводится осмотр объекта; составляется план выполнения работ по оценке и заключается договор между оценщиком и заказчиком в письменной форме.

Требования к договору содержатся в ст. 10 Федерального закона «Об оценочной деятельности в Российской Федерации». Договор между оценщиком и заказчиком заключается в письменной форме и не требует нотариального удостоверения. Договор должен содержать:

- основания заключения договора;
- вид объекта оценки;
- вид определяемой стоимости (стоимостей) объекта оценки;
- денежное вознаграждение за проведение оценки объекта оценки;
- сведения о страховании гражданской ответственности оценщика.

В договор в обязательном порядке включаются сведения о наличии у оценщика лицензии, точное указание объекта оценки (группы объектов оценки), а также его (их) описание.

На этапе *«Сбор и проверка данных»* опрашивают владельцев, менеджеров и других специалистов, способных предоставить информацию о реальном состоянии оцениваемого бизнеса.

Анализируемая информация делится на внешнюю (макроэкономические, отраслевые и региональные данные) и внутреннюю (об оцениваемом предприятии).

При описании отрасли, в которой функционирует оцениваемое предприятие, необходимо отразить состояние отрасли, рынки и особенности сбыта продукции, условия конкуренции в отрасли, основных конкурентов, производящих товары-заменители (их цены, качество обслуживания, каналы сбыта, объемы продаж, рекламу).

При установлении количественных и качественных характеристик оцениваемого предприятия необходимо исследовать направления его деятельности, ретроспективные данные об истории предприятия, характеристики поставщиков, сведения о производственных мощностях, рабочем и управленческом персонале, внутреннюю финансовую информацию (данные бухгалтерского баланса, отчетов о финансовых результатах и движении денежных средств за три–пять лет).

После сбора информации начинается этап, который мы назвали *«Финансовый анализ»*. Сначала проводится корректировка финансо-

вой отчетности в целях оценки, затем на основе полученных данных подготавливаются баланс и скорректированные отчеты о прибылях и убытках, реально отражающие ситуацию на предприятии. В зависимости от целей оценки анализ финансового положения предприятия может проводиться с различной степенью подробности: в форме экспресс-анализа финансового состояния предприятия или детализированного анализа. Независимо от степени детализации финансовый анализ состояния предприятия проводится в два этапа:

- 1) анализ финансовых отчетов;
- 2) анализ финансовых коэффициентов.

Рекомендуется проводить сравнительный анализ данных, полученных по результатам финансового анализа, с данными статистической отчетности, характеризующими состояние подобного бизнеса.

На этапе *«Выбор и применение подходов к оценке»* выбирается один или несколько подходов к оценке, применимых в конкретной ситуации. Отказ от использования какого-либо подхода необходимо обосновать. Традиционных подходов к оценке три:

- 1) сравнительный подход – совокупность методов оценки стоимости объекта, основанных на сравнении объекта оценки с аналогичными объектами, в отношении которых имеется информация о ценах сделок с ними;
- 2) затратный подход – совокупность методов оценки стоимости объекта, основанных на определении затрат, необходимых для восстановления либо замещения объекта оценки с учетом его износа;
- 3) доходный подход – совокупность методов оценки стоимости объекта, основанных на определении ожидаемых доходов от объекта оценки.

Каждый подход позволяет подчеркнуть определенные характеристики объекта и подразумевает свои методы и условия.

На идеальном рынке все три подхода должны привести к одной и той же величине стоимости, а на практике получаемые величины могут существенно различаться.

На этапе *«Приведение результатов к итоговой оценке стоимости»* обобщаются результаты, полученные в рамках каждого из подходов к оценке, и определяется итоговая величина стоимости объекта оценки. Как правило, один из подходов считается базовым, два других

необходимы для корректировки получаемых результатов. При оценке бизнеса обычно отдают предпочтение доходному подходу, так как инвестора интересует не только доход от продажи, но и постоянные доходы от будущего использования объекта. Итоговая величина стоимости объекта оценки должна быть выражена в рублях в виде единой величины, если в договоре об оценке не предусмотрено иное.

На заключительном этапе составляется и передается заказчику отчет об оценке.

10.3. Доходный подход к оценке стоимости предприятия (бизнеса)

Доходный подход считается наиболее приемлемым с точки зрения инвестиционных мотивов, поскольку любой инвестор, вкладывающий деньги в действующее предприятие, в конечном счете покупает не набор активов, состоящий из зданий, сооружений, машин, оборудования, нематериальных ценностей и т. д., а поток будущих доходов, позволяющий ему окупить вложенные средства, получить прибыль и повысить свое благосостояние. С этой точки зрения все предприятия, к каким бы отраслям экономики они ни принадлежали, производят всего один вид товарной продукции — деньги.

Доходный подход — это совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на определении ожидаемых доходов от объекта оценки.

Целесообразность применения доходного подхода определяется тем, что суммирование рыночных стоимостей активов предприятия не позволяет отразить реальную стоимость предприятия, так как не учитывает взаимодействие этих активов и экономическое окружение бизнеса.

Доходный подход предусматривает установление стоимости бизнеса (предприятия), актива или доли (вклада) в собственном капитале, в том числе уставном, или ценной бумаги путем расчета приведенных к дате оценки ожидаемых доходов. Данный подход используют, когда можно обоснованно определить будущие денежные доходы оцениваемого предприятия.

Методы доходного подхода к оценке бизнеса основаны на определении текущей стоимости будущих доходов. Основные методы следующие:

- метод капитализации дохода;
- метод дисконтирования денежных потоков.

При оценке *методом капитализации дохода* определяется уровень дохода за первый прогнозный год и предполагается, что доход будет таким же и в последующие прогнозные годы (в случае применения метода дисконтирования денежных потоков определяется уровень доходов за каждый год прогнозного периода).

Метод используется при оценке предприятий, успевших накопить активы, приносящие стабильный доход.

Если предполагается, что будущие доходы будут изменяться по годам прогнозного периода, когда предприятия реализуют влияющий на денежные потоки инвестиционный проект или являются молодыми, применяется *метод дисконтирования денежных потоков*. Определение стоимости бизнеса этим методом основано на раздельном дисконтировании разновременных изменяющихся денежных потоков.

Предполагается, что потенциальный инвестор не заплатит за данный бизнес сумму, большую, чем текущая стоимость будущих доходов от этого бизнеса, а собственник не продаст свой бизнес по цене, которая ниже текущей стоимости прогнозируемых будущих доходов. В результате взаимодействия стороны придут к соглашению о рыночной цене, равной текущей стоимости будущих доходов.

Денежные потоки – это серия ожидаемых периодических поступлений денежных средств от деятельности предприятия, а не единовременное поступление всей суммы.

Рыночная оценка бизнеса во многом зависит от его перспектив. Именно перспективы позволяют учесть метод дисконтирования денежных потоков. Данный метод оценки считается наиболее приемлемым с точки зрения инвестиционных мотивов и может быть использован для оценки любого действующего предприятия. Существуют ситуации, когда он объективно дает наиболее точный результат оценки рыночной стоимости предприятия.

Преимущества доходного подхода:

- учитывается доходность предприятия, что отражает основную цель его функционирования – получение дохода собственником;
- применение подхода необходимо при принятии решений о финансировании, анализе целесообразности инвестирования, при обосновании решений о купле-продаже предприятия;
- подход учитывает перспективы развития предприятия.

Результаты доходного подхода позволяют руководителям предприятий выявлять проблемы, тормозящие развитие бизнеса; принимать решения, направленные на рост дохода.

Основные недостатки доходного подхода:

- прогнозирование долговременного потока дохода затруднено сложившейся недостаточно устойчивой экономической ситуацией в России, из-за чего вероятность неточности прогноза увеличивается пропорционально сроку прогнозного периода;
- сложность расчета ставок капитализации и дисконтирования;
- в процессе прогнозирования денежных потоков или ставок дисконтирования устанавливаются различные предположения и ограничения, носящие условный характер;
- влияние факторов риска на прогнозируемый доход;
- многие предприятия не показывают в отчетности реальный доход, на анализе которого базируется доходный подход, или же показывают убытки.

При оценке прогнозируемых разновременных денежных потоков предприятия учитывается стоимость денег во времени.

10.4. Затратный подход к оценке стоимости предприятий (бизнеса)

Затратный подход основывается на принципе замещения: актив стоит не больше, чем составили бы затраты на замещение всех его составных частей.

Применение затратного подхода в оценке бизнеса наиболее обоснованно в следующих случаях:

- оценка предприятия в целом;

- оценка контрольного пакета акций предприятия, обладающего значительными материальными активами;
- оценка новых предприятий, когда отсутствуют ретроспективные данные о прибылях;
- оценка предприятий, когда имеются затруднения с обоснованным прогнозированием величины будущих прибылей или денежных потоков;
- отсутствие рыночной информации о предприятиях-аналогах;
- ликвидация предприятия (метод ликвидационной стоимости).

Если предприятие находится в режиме сокращенного производства или в его отношении осуществляется процедура наблюдения или внешнего управления, то стоимость действующего предприятия можно определить с большой долей условности, поскольку такое предприятие является, как правило, убыточным. Это делает практически невозможным применение доходного подхода. При отсутствии предприятий-аналогов невозможно использовать сравнительный подход. Таким образом, в распоряжении антикризисного управляющего остается в основном затратный подход, с помощью которого стоимость действующего предприятия определяется с использованием в его рамках метода чистых активов и метода ликвидационной стоимости.

Базовая формула затратного подхода выглядит так:

$$\text{Стоимость предприятия} = \text{Активы} - \text{Обязательства.}$$

Затратный подход в основном реализуется посредством двух методов: чистых активов и ликвидационной стоимости.

Метод чистых активов основан на корректировке баланса предприятия в связи с тем, что балансовая стоимость активов и обязательств предприятия редко соответствует их рыночной стоимости.

Корректировка баланса предприятия проводится в несколько этапов:

- 1) оценивается обоснованная рыночная стоимость каждого актива баланса в отдельности;
- 2) определяется текущая стоимость обязательств предприятия;
- 3) рассчитывается оценочная стоимость собственного капитала предприятия как разница между обоснованной рыночной стои-

мостью суммы активов предприятия и текущей стоимостью всех его обязательств.

Метод чистых активов является косвенным методом определения стоимости коммерческого предприятия. Полученная таким образом стоимость действующего предприятия не всегда объективно отражает его действительную стоимость, но из-за дефицита рыночной информации этот метод является одним из базовых для выяснения стоимости бизнеса в России.

В рамках оценки бизнеса при использовании метода чистых активов традиционный баланс предприятия заменяется скорректированным балансом, в котором все активы, а также все обязательства показаны по рыночной или какой-либо другой подходящей текущей стоимости.

Стоимость каждого из активов и пассивов определяется индивидуально для каждого класса активов – пассивов.

Метод ликвидационной стоимости основан на определении разности между стоимостью имущества, которую собственник предприятия может получить при ликвидации предприятия и раздельной продаже его активов на рынке, и издержками на ликвидацию.

При определении ликвидационной стоимости предприятия необходимо учитывать все расходы, связанные с ликвидацией предприятия: комиссионные и административные издержки по поддержанию работы предприятия до его ликвидации, расходы на юридические и бухгалтерские услуги.

Оценка ликвидационной стоимости производится в следующих случаях:

- прибыль предприятия от производственной деятельности невелика по сравнению со стоимостью его чистых активов;
- предприятие убыточное, и стоимость компании при ликвидации может быть выше, чем при продолжении деятельности;
- принято решение о ликвидации предприятия;
- предприятие находится в стадии банкротства;
- требуется основа для принятия управленческих решений при финансировании предприятия-должника, финансировании реорганизации предприятия; при осуществляемой без судебного разбирательства санации предприятия; при выработке плана

погашения долгов предприятия-должника, оказавшегося под угрозой банкротства; при выявлении и обосновании возможности выделения отдельных производственных мощностей предприятия в экономически самостоятельные организации и др.

При определении ликвидационной стоимости различают три вида ликвидации:

- 1) упорядоченная;
- 2) принудительная;
- 3) ликвидация с прекращением существования активов предприятия.

Упорядоченная ликвидация – это распродажа активов в течение разумного периода, чтобы можно было получить максимальные суммы от продажи активов. Для наименее ликвидной недвижимости предприятия этот период составляет около двух лет. Он включает время подготовки активов к продаже, время доведения информации о продаже до потенциальных покупателей, время на обдумывание решения о покупке и аккумулирование финансовых средств для покупки, саму покупку, перевозку и т. п.

Принудительная ликвидация означает, что активы распродаются настолько быстро, насколько это возможно, часто одновременно и на одном аукционе.

Ликвидация с прекращением существования активов предприятия рассчитывается в случае, когда активы предприятия не распродаются, а списываются и уничтожаются, а на данном месте строится новое предприятие, дающее значительный экономический либо социальный эффект. Стоимость предприятия в этом случае является отрицательной величиной, так как требуются определенные затраты на ликвидацию активов.

Последовательность работ по расчету ликвидационной стоимости предприятия при упорядоченной или ускоренной ликвидации совпадает, изменяются лишь методы оценки из-за различий в учете сроков продажи активов (среднерыночных или ускоренных сроков экспозиции объектов на рынке). Этапы оценки предприятия в этом случае следующие:

- 1) обоснование выбора ликвидационной стоимости;
- 2) разработка календарного графика продажи активов предприятия (время на реализацию активов: недвижимого имущества, затрат, машин и оборудования);

3) расчет текущей стоимости активов (за вычетом затрат на их ликвидацию):

- прямые затраты на ликвидацию (комиссионные оценочным и юридическим фирмам, налоги и сборы, которые платятся при продаже),
- расходы, связанные с владением активами до их продажи, включая затраты на сохранение запасов готовой продукции и незавершенного производства, оборудования, машин, механизмов, объектов недвижимости, а также управленческие расходы по поддержанию работы предприятия вплоть до завершения его ликвидации;

4) скорректированная стоимость оцениваемых активов с учетом графика их продажи дисконтируется на дату оценки по ставке дисконтирования с учетом риска, связанного с этой продажей;

5) прибавляется (или вычитается) операционная прибыль (убытки) ликвидационного периода;

6) рассчитывается величина обязательств предприятия (преимущественные права на выходные пособия и выплаты работникам предприятия, требования кредиторов по обязательствам, обеспеченным залогом имущества ликвидируемого предприятия, задолженность по обязательным платежам в бюджет и во внебюджетные фонды, расчеты с другими кредиторами);

7) определение ликвидационной стоимости предприятия (из скорректированной текущей стоимости активов вычитаются обязательства предприятия).

10.5. Сравнительный подход к оценке бизнеса

При реализации сравнительного подхода изучают соответствующий сегмент рынка и выбирают конкурирующие с оцениваемым бизнесом объекты, проводят соответствующую корректировку данных для последующего сравнения. В основу приведения поправок положен принцип вклада.

Преимущества сравнительного подхода:

- если есть достаточная информация об аналогах, получаются точные результаты;

– подход отражает рынок, учитывая реальное соотношение спроса и предложения на подобные объекты, так как основан на сравнении оцениваемого предприятия с аналогами, уже купленными недавно или акции которых свободно обращаются на финансовых рынках;

– в цене предприятия отражаются результаты его производственно-хозяйственной деятельности.

Недостатки сравнительного подхода:

– базируется только на ретроспективной информации, практически не учитывает перспективы развития предприятия;

– сложно, а иногда невозможно собрать финансовую информацию об аналогах (из-за недостаточного развития фондового рынка многие акционерные общества не дают свои котировки на фондовый рынок, а закрытые акционерные общества, которых очень много, не раскрывают финансовую информацию);

– требуется вносить существенные корректировки из-за сильных различий предприятий между собой (различаются оборудование, ассортимент, стратегии развития, качество управления и т. д.).

Сравнительный подход реализуется посредством трех методов.

1. *Метод рынка капитала* – основан на реальных ценах акций открытых предприятий, сложившихся на фондовом рынке. Базой для сравнения служит цена на единичную акцию акционерного общества. Используется для оценки неконтрольного пакета акций.

2. *Метод сделок* – для сравнения берутся данные о продажах контрольных пакетов акций компаний либо о продажах предприятий целиком, например, при поглощениях или слияниях. Метод применяется при покупке контрольного пакета акций открытого предприятия, а также для оценки закрытых компаний, которые работают на том же сегменте рынка, что и открытые, и имеют аналогичные финансовые показатели. Включает анализ мультипликаторов.

3. *Метод отраслевых коэффициентов* – предполагает использование соотношений или показателей, основанных на данных о продажах компаний по отраслям и отражающих их конкретную специфику. Отраслевые коэффициенты рассчитываются специальными исследовательскими институтами на основе длительных

статистических наблюдений за ценой продажи предприятий и их важнейшими производственно-финансовыми характеристиками.

Метод отраслевых коэффициентов еще не получил достаточного распространения в отечественной практике, так как рынок купли-продажи готового бизнеса в России только развивается, информация о реальных ценах сделок часто недоступна, к тому же для получения более точных результатов требуется длительный период наблюдения.

Предприятия могут существенно отличаться друг от друга. Поэтому для их сравнения необходимы корректировки:

- если различаются виды деятельности предприятий и некоторые из видов деятельности не привлекательны для покупателя, к цене применяется портфельная скидка;

- если предприятие владеет непроизводственными основными фондами, их надо оценивать отдельно от основных фондов производственного назначения с учетом налога на имущество и т. п.;

- если в результате финансового анализа выявлена недостаточность собственных оборотных средств или необходимость в затратах капитального характера, эти суммы вычитают из первоначально полученной стоимости предприятия;

- отсутствие ликвидности, свойственное компаниям закрытого типа, требует соответствующей скидки.

Этапы процесса оценки бизнеса методами рынка капитала и сделок совпадают:

- 1) изучение рынка и поиск аналогичных предприятий, в отношении которых имеется информация о ценах сделок или котировках акций;
- 2) финансовый анализ и повышение уровня сопоставимости информации;
- 3) расчет оценочных мультипликаторов;
- 4) применение мультипликаторов оцениваемого предприятия;
- 5) выбор величины стоимости оцениваемого предприятия.

В оценке бизнеса обычно используют четыре группы мультипликаторов:

- 1) цена/прибыль, цена/денежный поток;
- 2) цена/дивиденды;

- 3) цена/выручка от реализации;
- 4) цена/стоимость активов.

В зависимости от конкретной ситуации суждение о стоимости предприятия может основываться на любом из мультипликаторов или любом их сочетании. Для этого для каждого предприятия-аналога рассчитывается несколько мультипликаторов, анализируются риски и финансовые показатели, после чего выбирается мультипликатор, который максимально соответствует имеющейся финансовой информации об оцениваемом предприятии.

10.6. Составление отчета об оценке

Результаты оценки недвижимости должны оформляться письменно в виде отчета об оценке.

Отчет об оценке – документ, содержащий обоснование мнения оценщика о стоимости имущества. При составлении отчета об оценке оценщик обязан использовать информацию, обеспечивающую достоверность отчета об оценке как документа, содержащего сведения доказательственного значения.

Отчет не должен допускать неоднозначного толкования или вводить в заблуждение. Своевременное составление в письменной форме и передача заказчику отчета об оценке объекта является надлежащим исполнением оценщиком обязанностей, возложенных на него договором.

Общие требования к оформлению результатов оценки установлены Федеральным законом от 29.07.1998 г. № 153-ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации». Согласно ст. 11 указанного Закона, «отчет не должен допускать неоднозначного толкования или вводить в заблуждение. В отчете в обязательном порядке указываются дата проведения оценки объекта оценки, используемые стандарты оценки, цели и задачи проведения оценки объекта оценки, а также приводятся иные сведения, которые необходимы для полного и недвусмысленного толкования результатов проведения оценки объекта оценки, отраженных в отчете». Если при проведении оценки определяется не рыночная стоимость, а иные виды стоимости, в отчете должны быть указаны критерии их

установления и причины отступления от возможности определения рыночной стоимости.

В отчете должны быть указаны (ст. 11 Закона об оценочной деятельности):

- дата составления и порядковый номер отчета;
- основание для проведения оценщиком оценки объекта оценки;
- юридический адрес оценщика и сведения о выданной ему лицензии на осуществление оценочной деятельности по данному виду имущества;
- точное описание объекта оценки, а в отношении объекта оценки, принадлежащего юридическому лицу, — реквизиты юридического лица и балансовая стоимость данного объекта оценки;
- стандарты оценки для определения соответствующего вида стоимости объекта оценки, обоснование их использования при проведении оценки данного объекта, перечень использованных при проведении оценки объекта данных с указанием источников их получения, а также принятые при проведении оценки объекта допущения;
- последовательность определения стоимости объекта оценки и ее итоговая величина, а также ограничения и пределы применения полученного результата;
- дата определения стоимости объекта оценки;
- перечень документов, используемых оценщиком и устанавливающих количественные и качественные характеристики объекта оценки.

Отчет может содержать и иные сведения, являющиеся, по мнению оценщика, существенно важными для полноты отражения примененного им метода расчета стоимости конкретного объекта оценки. Отчет собственноручно подписывается оценщиком и заверяется его печатью. Для проведения оценки отдельных видов объектов оценки законодательством Российской Федерации могут быть предусмотрены специальные формы отчетов.

В случае наличия спора о достоверности величины рыночной или иной стоимости объекта оценки, установленной в отчете, в том числе и в связи с имеющимся иным отчетом об оценке этого же

объекта, указанный спор подлежит рассмотрению судом в порядке, установленном законодательством Российской Федерации.

Оценщик имеет право запрашивать в письменной или устной форме у третьих лиц информацию, необходимую для проведения оценки объекта оценки, за исключением информации, являющейся государственной или коммерческой тайной. Если отказ в предоставлении указанной информации существенным образом влияет на достоверность оценки объекта оценки, оценщик должен указывать это в отчете. Оценщик не должен разглашать конфиденциальную информацию, полученную от заказчика в ходе проведения оценки объекта оценки, за исключением случаев, предусмотренных законодательством Российской Федерации.

В соответствии с постановлением Правительства РФ от 06.07.2001 г. № 519 «Об утверждении стандартов оценки» итоговая величина стоимости объекта оценки, указанная в отчете об оценке, составленном в порядке и на основании требований, установленных Законом об оценочной деятельности, стандартами оценки и нормативными актами по оценочной деятельности уполномоченного органа по контролю за осуществлением оценочной деятельности в Российской Федерации, может быть признана рекомендуемой для целей совершения сделки с объектом оценки, если с даты составления отчета об оценке до даты совершения сделки с объектом оценки или даты представления публичной оферты прошло не более шести месяцев.

Недобросовестность оценщика может привести к значительным финансовым потерям со стороны его клиентов, банков-кредиторов. Оценщик должен составлять и передавать заказчику отчеты об оценке имущества в установленные договором сроки и хранить копии отчетов об оценке в течение трех лет.

Результаты оценки действительны только для указанной даты оценки и заявленной цели. Оценщик, подписавший отчет об оценке, несет ответственность за заявления, сделанные в отчете об оценке.

Контрольные вопросы

1. Какие документы регламентируют оценку стоимости бизнеса в России?
2. Для чего необходимо оценивать бизнес?
3. Назовите основные этапы проведения оценки.
4. В чем заключается доходный подход к оценке стоимости предприятия (бизнеса)?
5. В чем заключается затратный подход к оценке стоимости предприятия (бизнеса)?
6. В чем заключается сравнительный подход к оценке стоимости предприятия (бизнеса)?

Тема 11. РЕОРГАНИЗАЦИЯ КОРПОРАЦИИ: СЛИЯНИЕ, ПОГЛОЩЕНИЕ, ДРОБЛЕНИЕ И ЛИКВИДАЦИЯ

11.1. Зарубежный опыт поглощения и слияния компаний

Инвестиции, предназначенные для поглощения какой-либо компании, имеют рискованный характер. Для того чтобы оценить эффективность вложения капитала, проводят инвестиционный анализ. Финансовая операция считается эффективной, если компания-инвестор получает чистую дисконтированную стоимость (NPV) и приемлемую внутреннюю норму доходности (IRR).

В практике западных корпораций (США, Канады, ЕЭС, Японии) применяют три основных законодательно закрепленных способа поглощения одних компаний другими:

- 1) слияние или консолидацию;
- 2) поглощение путем приобретения контрольного пакета акций;
- 3) поглощение путем приобретения активов компании.

Рассмотрим первый способ поглощения. С финансовой точки зрения термин «слияние» используют применительно к любой форме поглощения.

Слияние предполагает полное поглощение одной компании другой. Поглощающая компания сохраняет свой юридический статус и индивидуальность и приобретает в собственность все активы и обязательства поглощаемой компании. После слияния поглощенная компания перестает существовать как юридическое лицо.

Консолидация – это слияние, при котором образуется принципиально новая компания, а поглощаемая и поглощающая компании прекращают свою деятельность.

Главное преимущество слияния в том, что эта форма проста для юридического оформления и не требует слишком больших затрат по сравнению с другими формами поглощения, так как компании приходят к соглашению об объединении своей деятельности. Недостаток слияния в том, что такое решение должно быть одобрено большинством голосов в обеих компаниях. Как правило, для этого требуется 2/3 (а иногда и больше) голосов, чего не всегда можно достичь (особенно в короткие сроки).

Причиной слияния чаще всего является рост капитализированной стоимости объединенной компании, что выгодно владельцам ее акций. В результате достигается синергетический эффект. Причины синергии (synergy):

- операционная экономия, получаемая в результате возрастающей отдачи от масштаба управления, маркетинга, производства или распределения ресурсов;
- финансовая экономия, которая проявляется в снижении транзакционных затрат и более качественной подготовке финансовых сделок менеджерами;
- дифференцированная эффективность, суть которой в том, что если управление поглощенной компанией было неэффективным, то после слияния активы объединенной фирмы станут более производительными;
- возросшая рыночная мощь благодаря получению конкурентных преимуществ на товарном и финансовом рынках.

Таким образом, положительный эффект от слияния выражается:

- в увеличении доходов;
- снижении текущих издержек;
- уменьшении налогов;
- снижении инвестиционных затрат в основной капитал.

Второй способ поглощения – выкуп контрольного пакета акций. Данный процесс начинают с предложения дирекции одной компании служащим другой выкупить часть их акций. В определенный момент акционерам поглощаемой компании предлагают продать их акции.

При выборе между поглощением путем выкупа контрольного пакета акций и слиянием необходимо учитывать следующие факторы:

- при поглощении путем выкупа контрольного пакета акций не обязательно созывать общее собрание акционеров для одобрения решения о поглощении большинством голосов;
- компания-инвестор может обратиться со своим предложением напрямую к акционерам интересующей ее фирмы;
- поглощение путем выкупа контрольного пакета акций обычно дорогостоящий процесс, так как часть акционеров поглощаемой компании может отказаться от продажи своих акций.

В такой ситуации фирма не может быть поглощена полностью либо поглощение будет стоить очень дорого;

– полное поглощение одной компанией другой обычно заканчивается их слиянием.

Третий способ поглощения – приобретение активов поглощаемой компании, что равноценно ее покупке. Данный способ поглощения требует формального согласия акционеров продаваемой компании.

Финансовые аналитики, как правило, выделяют три типа поглощения.

1. Горизонтальное поглощение – это поглощение компаний, работающих в той же отрасли, что и компания-инвестор. Такие компании являются конкурентами на рынке.

2. Вертикальное поглощение предполагает участие компаний, действующих в различных отраслях хозяйства и сферах бизнеса.

3. Конгломерационное поглощение – это случай, когда бизнес компании-покупателя и деятельность поглощаемой фирмы совершенно не связаны между собой, например приобретение компьютерной компанией фирмы по выпуску лекарственных средств.

Следовательно, получение контроля над компанией – это сложный процесс, в результате которого управление фирмой переходит от одной группы акционеров к другой. Это касается любого из трех случаев слияния (консолидации), выкупа контрольного пакета акций и приобретения активов (имущества).

Определенной группой лиц могут быть также предприняты попытки получения контроля над корпорацией при голосовании за новый состав совета директоров. Может быть также осуществлен полный переход частного капитала компании в собственность небольшой группы акционеров (в нее обычно входят менеджеры этой компании и некоторые сторонние инвесторы). Наиболее распространенное название такой формы получения контроля над корпорацией – выкуп контрольного пакета акций за счет кредита. Чаше всего средства для выкупа акций являются заемными. Когда руководство компании активно участвует в этом процессе, такие сделки также носят название выкупа контрольного пакета менеджментом. Акции компании в таком случае исключаются из биржевых листингов и более не котируются на вторичном фондовом рынке.

11.2. Правовые основы реорганизации акционерных обществ в России

Согласно законодательству РФ, реорганизация акционерных обществ может осуществляться в форме слияния, присоединения, разделения, выделения и преобразования.

Формирование имущества обществ, создаваемых в результате реорганизации, осуществляется только за счет имущества реорганизуемых обществ. Общество считается реорганизованным (за исключением случаев реорганизации в форме присоединения) с момента государственной регистрации вновь возникающих юридических лиц. При реорганизации общества путем присоединения к другому обществу первое из них считают реорганизованным с момента внесения органом государственной регистрации записи о прекращении деятельности присоединенного общества в единый государственный реестр юридических лиц.

Не позднее 30 дней с даты принятия решения о реорганизации общества, а при его реорганизации в форме слияния или присоединения – с даты принятия решения об этом последним из обществ, участвующих в слиянии или присоединении, общество обязано письменно уведомить об этом своих кредиторов и опубликовать в специальном печатном издании сообщение о принятом решении. Кредиторы общества в течение 30 дней с даты направления им уведомления или в течение 30 дней с даты опубликования сообщения о принятии решения вправе в письменной форме потребовать досрочного прекращения или исполнения его обязательств и возмещения им убытков. Государственная регистрация обществ, созданных в результате реорганизации, и внесение записей о прекращении их деятельности осуществляются при наличии доказательств об уведомлении кредиторов. Если разделительный баланс или передаточный акт не дает возможности установить правопреемника реорганизованного общества, то юридические лица, созданные в результате реорганизации, несут солидарную ответственность по обязательствам реорганизованного общества перед его кредиторами.

Слиянием считают возникновение нового общества посредством передачи ему всех прав и обязанностей двух или нескольких обществ с прекращением деятельности последних. Юридические

лица, участвующие в слиянии, заключают между собой договор. Договор определяет порядок и условия слияния, а также порядок конвертации акций каждого общества в акции нового общества. Совет директоров акционерного общества ставит на общем собрании акционеров каждого общества, участвующего в слиянии, вопросы о реорганизации в форме слияния, об утверждении договора и устава общества, создаваемого в результате слияния. Образование органов вновь формируемого общества происходит на совместном общем собрании акционеров обществ, участвующих в слиянии. Порядок голосования на совместном общем собрании акционеров может быть установлен договором о слиянии общества. При слиянии акции общества, принадлежащие другому обществу, участвующему в слиянии, а также собственные акции, принадлежащие участвующему в слиянии обществу, погашают.

Присоединением общества считают прекращение деятельности одного или нескольких обществ с передачей всех их прав и обязанностей другому акционерному обществу. Правовые отношения по присоединению общества регулируют специальным договором. Договор устанавливает порядок и условия присоединения, а также порядок конвертации акций присоединяемого общества в акции общества, к которому осуществляют присоединение.

При присоединении общества акции присоединяемого общества, принадлежащие обществу, к которому осуществляют присоединение, а также собственные акции присоединяемого общества погашают. Совет директоров каждого общества выносит на рассмотрение общего собрания акционеров своего общества, участвующего в присоединении, вопросы о реорганизации и об утверждении договора о присоединении. Совет директоров присоединяемого общества также выносит на рассмотрение общего собрания акционеров вопрос об утверждении передаточного акта. Совместное общее собрание акционеров указанных обществ принимает решение о внесении изменений и дополнений в устав. В случае присоединения одного общества к другому к последнему переходят все права и обязанности присоединяемого общества согласно передаточному акту.

Разделением общества считают прекращение его деятельности и передачу всех прав и обязанностей вновь образуемым обществам.

Совет директоров реорганизуемого в форме разделения общества выносит на рассмотрение общего собрания акционеров вопросы о реорганизации общества в форме разделения, порядке и условиях этого разделения и создании новых обществ, а также о порядке конвертации акций реорганизуемого общества в акции вновь образуемых обществ и об утверждении разделительного баланса. Общее собрание акционеров каждого вновь образуемого общества принимает решение об утверждении его устава и формировании его органов. Каждый акционер реорганизуемого общества, голосовавший против или не принимавший участия в голосовании по вопросу о его реорганизации, должен получить акции каждого общества, создаваемого в результате разделения, предоставляющие ему такие же права, что и акции, принадлежащие ему в реорганизуемом обществе. При разделении общества все его права и обязанности переходят к двум или нескольким вновь образуемым обществам в соответствии с разделительным балансом.

Выделением общества считают создание одного или нескольких обществ с передачей им части прав и обязанностей реорганизуемого общества с сохранением деятельности последнего. Совет директоров (Наблюдательный совет) реорганизуемого общества выносит на рассмотрение общего собрания акционеров вопросы о реорганизации общества в форме выделения, о порядке и условиях выделения, о создании нового общества, о конвертации акций реорганизуемого общества в акции создаваемого общества и о порядке такой конвертации (распределение, приобретение), а также об утверждении разделительного баланса. Общее собрание акционеров каждого создаваемого общества принимает решение об утверждении его устава и образовании его органов. Если в соответствии с решением о реорганизации в форме выделения единственным акционером создаваемого общества становится реорганизуемое общество, то утверждение устава создаваемого общества и образование его органов осуществляет общее собрание акционеров реорганизуемого общества.

Если решение о реорганизации общества в форме выделения предусматривает конвертацию акций реорганизуемого общества в акции создаваемого общества или распределение акций создава-

емого общества среди акционеров реорганизуемого общества, то каждый акционер последнего, голосовавший против или не принимавший участие в голосовании по вопросу о реорганизации общества, должен получить акции каждого общества, создаваемого в результате выделения. Данные акции должны гарантировать акционеру те же права, что и акции, принадлежащие ему в реорганизуемом обществе. При выделении из состава общества одного или нескольких обществ к каждому из них переходит часть прав и обязанностей реорганизованного в форме выделения общества исходя из разделительного баланса.

По единогласному решению всех акционеров общество может быть преобразовано в некоммерческое партнерство. Участники вновь создаваемого юридического лица принимают на своем совместном заседании решение об утверждении учредительных документов и избрании органов управления.

11.3. Финансовые аспекты поглощений и слияний

Одной из главных проблем, возникающих в процессе поглощения какой-либо компании другой компанией или при слиянии двух или более фирм (т. е. их реорганизации), является регулирование денежных отношений. В рамках данной проблемы можно сформулировать более частные аспекты роли корпоративных финансов в процессе поглощения и слияния акционерных компаний.

Преимущества поглощения определяются тем, насколько этот процесс соответствует стратегическим целям корпорации. Эти преимущества с достаточной степенью точности можно оценить, используя метод дисконтированного денежного потока.

При поглощении одной компанией другой (целевой фирмы) следует учитывать ряд факторов: юридический, налоговый, учетный и др.

Поглощение используется акционерами как инструмент контроля действий руководства компании. Иногда поглощение является результатом конфликта между менеджерами и акционерами и принятие решения о смене дирекции в результате поглощения служит средством его разрешения.

Слияние и поглощение часто являются недружественными операциями и не всегда заканчиваются проведением спокойных переговоров между компаниями. Поглощаемая (целевая) фирма может оказывать сопротивление компании-инвестору и занимать оборонительную позицию.

В теоретическом аспекте анализ слияния достаточно прост. Приобретающая компания проводит анализ и оценку капитального бюджета, чтобы установить, превысит ли стоимость ожидаемого от слияния природного денежного потока цену, которую необходимо заплатить за приобретаемую (целевую) компанию. Если чистый приведенный эффект положителен, то приобретающей компании следует осуществить сделку по покупке целевой фирмы. Акционерам приобретаемой компании целесообразно принять предложение, если предлагаемая цена больше приведенной стоимости будущего денежного потока. Таким образом, приобретающая компания должна оценить:

- денежный поток, который получится в результате покупки целевой фирмы;
- возможное изменение рентабельности собственного капитала;
- предполагаемую оплату слияния – наличными денежными средствами, собственными акциями, иными ценными бумагами или их комбинацией.

Только после оценки выгоды от слияния менеджеры и акционеры приобретающей и приобретаемой компаний должны решить вопрос о способе ее распределения.

Возмещение сумм, причитающихся акционерам поглощаемой компании, можно осуществить:

- путем выплаты денежной наличности;
- эмиссионными ценными бумагами (акциями и облигациями);
- путем комбинации этих двух форм.

Условия слияния важны для контрагентов, так как они влияют:

- на структуру капитала компании после слияния;
- налоговый режим акционеров поглощающей и поглощаемой фирм;
- возможность акционеров поглощаемой компании получить дополнительные доходы от принадлежащих им акций после слияния;

- правовое регулирование деятельности поглощающей компании со стороны органов федеральной власти после процесса слияния.

В США большую роль в процессе слияний играют инвестиционные банки. Они могут быть вовлечены в процесс слияний несколькими способами, среди которых:

- участие в организации процедуры слияния;
- помощь поглощаемым компаниям в разработке и реализации тактики защиты от нежелательных поглощений и слияний;
- оценка стоимости целевых кампаний;
- участие в финансировании слияний;
- спекуляция акциями компаний, которые являются потенциальными кандидатами на слияния и поглощения.

Ю. Бригхем [16] предлагает следующие тактические действия по защите целевых компаний, которые не желают быть купленными:

- внесение в устав такого условия, которое предполагает ежегодное переизбрание только одной трети директоров, или условия о том, что для решения о слиянии необходимо 75 % голосов акционеров;
- использование попытки убедить акционеров целевой фирмы в том, что предложенная цена слишком мала;
- возбуждение судебных исков в целях получения возможной защиты у юридических органов;
- скупка собственных акций на фондовом рынке для стимулирования роста цен, по которым они будут предложены потенциальным инвесторам (покупателям);
- приглашение «белых рыцарей», более приемлемых для высшего менеджмента целевой фирмы по сравнению с потенциальными покупателями;
- приглашение «белых сквайров» (пассивных акционеров), которые склонны одобрять попытки сегодняшних управляющих приобрести часть акций своей компании;
- применение тактики «отравленных пилюль» и других финансовых инструментов для отражения атак потенциальных компаний-инвесторов. «Отравленные пилюли» делают покупку целевой компании не только невыгодной, но и бессмысленной.

К тактике «отравленных пилюль» относят:

- займы, предусматривающие немедленное их погашение;
- продажу по рыночной цене наиболее ликвидных активов;
- выдачу высоких премий (тантьем) служащим целевой фирмы, которые приводят к большому оттоку денежной наличности и делают слияние невыгодной финансовой операцией;
- проведение защитных слияний, которые наделяют компанию сомнительными активами и сопровождаются большими затратами по обслуживанию заемного капитала;
- реализацию права на покупку акций для акционеров, которое позволяет им приобретать за 50 % цены акции поглощающей компании, в случае если их фирму приобретают;
- проведение арбитражных операций (арбитраж) – операций по покупке и быстрой продаже одного и того же товара или финансового актива на двух разных рынках по неодинаковым ценам, что позволяет получить доход, свободный от риска.

Однако крупные брокерские фирмы (аналогично частным состоятельным инвесторам) занимаются и другим видом арбитража, который называют рисковым арбитражем. Рисковые арбитражеры спекулируют акциями компаний, которые потенциально могут стать целью приобретения. Чтобы быть удачливым, арбитражеру необходимо уметь выявлять вероятные объекты поглощения, иметь возможность сделать удачную заявку на покупку акций, приносящую большие выгоды, входить и выходить из биржевой игры быстро и с минимальными транзакционными издержками.

В целях определения финансовой эффективности проекта поглощения или слияния используют стандартный метод, который базируется на технике дисконтированных денежных потоков (Discounted Cash Flow, DCF). Данный метод включает следующие действия:

- определение параметров, которые необходимы для расчета денежного потока поглощаемой компании при рассмотрении различных сценариев роста объема продаж и рентабельности;
- оценку минимально допустимой нормы доходности для проекта поглощения;

- расчет максимально допустимой цены приобретения для различных сценариев при минимально допустимой норме рентабельности проекта;
- определение нормы доходности, которую получит инвестор при различных сценариях роста и рентабельности.

Минимально допустимая норма доходности проекта поглощения определяется затратами на капитал компании-инвестора, скорректированными с учетом уровня риска данного проекта.

Определение максимально допустимой цены приобретения компании для различных сценариев при минимально допустимой норме доходности предполагает полное исключение условия инфляции. Цена компании должна соответствовать цене на момент реализации проекта поглощения. Данный подход предполагает прогнозирование реальных денежных потоков в отечественной валюте и их последующее дисконтирование с использованием реального значения затрат на капитал (правильный выбор ставки дисконтирования). Метод расчета, основанный на реальных денежных потоках в национальной валюте и реальном значении затрат на капитал, содержит минимальное количество составляющих, способных исказить прогнозируемые денежные потоки.

В качестве альтернативного метода для определения нормы доходности на собственный капитал можно использовать средневзвешенную норму доходности на собственные средства компаний, функционирующих в странах с развитым финансовым рынком.

Для установления нормы доходности используют соответствующие параметры компаний, действующих в той же отрасли, что и поглощаемая компания.

С учетом перечисленных положений можно использовать технику дисконтирования денежных потоков для финансовой оценки проекта поглощения в условиях переходной экономики России. Для оценки эффективности проекта поглощения применительно к компании-инвестору могут быть использованы следующие финансовые показатели:

- прибыль в расчете на одну акцию (Earnings per Share, EPS);
- коэффициент «долг/ собственный капитал» (debt/equity);

- дивиденд на акцию (Dividend per Share, DPS);
- показатель возможного прироста долговой нагрузки.
 - Эти параметры определяют для компании-инвестора:
 - до осуществления проекта поглощения;
 - после реализации проекта поглощения с финансированием за счет заемных денежных средств;
 - после реализации проекта поглощения с финансированием за счет эмиссии акций.

Поясним указанные положения. Показатель прибыли в расчете на одну акцию (EPS) выше при финансировании проекта поглощения за счет заемных средств по сравнению с таким же показателем при финансировании за счет выпуска акций. Параметр «долг/ собственный капитал» также выше при финансировании проекта поглощения за счет заемных средств по сравнению с аналогичным показателем при финансировании за счет эмиссии акций.

Знаменатель формулы для расчета показателя прибыли на одну акцию (EPS) относительно выше при финансировании проекта поглощения за счет выпуска акций, чем при финансировании за счет заемных средств. При этом числитель формулы для расчета прибыли на одну акцию (EPS) в случае финансирования за счет эмиссии акций относительно больше, чем при финансировании за счет заемных средств. Однако высокие проценты по кредиту и высокая цена поглощаемой компании по сравнению с компанией-инвестором часто не могут перекрыть влияния дополнительной эмиссии акций на снижение параметра прибыли на одну акцию (EPS). Поэтому можно считать, что коэффициент «долг/ собственный капитал» выше при финансировании проекта поглощения за счет заемных средств.

Показатель потенциального прироста долговых обязательств отражает возможность компании-инвестора осуществить финансирование проекта-поглощения за счет заемных средств. Данный параметр рассчитывают как разницу между значением фактического (прогнозного) коэффициента «долг/ собственный капитал» и значением ориентира для коэффициента «долг/ собственный капитал». Величину последнего устанавливает руководство компании исходя из оптимальной структуры капитала. Если показатель

возможного прироста долговых обязательств имеет очень высокое значение, то финансировать проект поглощения за счет заемных средств нецелесообразно. В ином случае необходимо скорректировать политику компании в отношении оптимальной структуры капитала, т. е. соотношение между заемными и собственными средствами. Приемлемое значение данного соотношения 0,67 (40/60 %).

Использование данного методологического подхода к оценке проекта и выбору способа его финансирования позволяет принять обоснованное решение о реализации проекта поглощения. Такой методологический подход учитывает специфику экономической ситуации в России.

Следует принимать во внимание стоимость оформления сделки. Это означает, что есть смысл минимизировать размеры комиссионного вознаграждения инвестиционным банкам и юристам, а также затраты на выполнение требуемых стандартов раскрытия информации.

При сравнении указанных типов поглощения учитывают два основных фактора: эффект прироста капитала и эффект переоценки капитальных активов. Эффект прироста капитала возникает в том случае, когда акционеры поглощаемой компании вынуждены уплатить налог на прирост капитала при налогооблагаемом поглощении. Они вправе потребовать более высокую цену в качестве компенсации суммы налога, увеличив тем самым стоимость поглощения. Величина налогообложения при поглощении зависит также от роста стоимости активов поглощаемой компании. В случае налогооблагаемого поглощения активы объекта поглощения переоценивают от их исторической балансовой стоимости до текущей рыночной стоимости. Данный процесс получил название «эффект переоценки». Эффект выражается в том, что амортизационные отчисления на внеоборотные активы приобретенной компании могут быть увеличены, что и создает эффект от снижения налогов. Здесь амортизация является неденежным расходом, который учитывают в составе непрямых издержек и снижают тем самым налогооблагаемую базу.

Западные ученые-экономисты полагают, что доходы от снижения налогов являются побудительным мотивом для слияния и поглощения.

Бухгалтерская отчетность — один из важнейших источников информации о корпорации. Пользователями бухгалтерской отчетности наряду с руководством компании являются потенциальные инвесторы и кредиторы. Принимая стратегическое решение о поглощении компании, инвестор должен быть уверен в достоверности информации, на которой данное решение базируется. Другими словами, бухгалтерскую отчетность следует составлять таким образом, чтобы отразить в ней наиболее важные аспекты активов, пассивов и финансовых результатов деятельности корпорации. Для полного понимания сути дела инвестору нужно знать, по каким стандартам составлена бухгалтерская отчетность.

Бухгалтерская отчетность должна соответствовать следующим основным требованиям:

- бухгалтерский стандарт, в соответствии с которым составлена отчетность, должен быть известен и понятен инвестору;
- бухгалтерская отчетность должна содержать достоверную информацию, что необходимо подтвердить заключением независимой аудиторской фирмы, чья репутация не вызывает сомнений у инвестора;
- формат представленной бухгалтерской отчетности должен быть приемлемым для проведения финансового анализа.

Для приведения бухгалтерской отчетности в формат, приемлемый для инвестора, необходимо ее трансформировать в один из общепризнанных и широко используемых стандартов бухгалтерского учета. К ним относятся:

- Международные стандарты бухгалтерского учета (International Accounting Standards);
- общепринятые принципы бухгалтерского учета США (US GAAP) / общепринятые принципы бухгалтерского учета Соединенного Королевства Великобритании (UK GAAP).

В настоящее время в России и странах ЕС проводится большая работа по гармонизации национальных стандартов бухгалтерского учета и приведению их в соответствие с Международными стандартами бухгалтерского учета (МСБУ). МСБУ являются наиболее перспективными стандартами с точки зрения осуществления проектов поглощения и слияния.

Контрольные вопросы

1. Какие типы поглощений выделяют?
2. В чем может заключаться положительный эффект и синергия от поглощения?
3. Чем процесс слияния отличается от поглощения компаний?
4. Чем выделение отличается от разделения общества?
5. Когда акционерам приобретаемой компании целесообразно принять предложение о продаже?
6. Какие действия возможны по защите компании от нежелательной покупки?
7. Что можно отнести к тактике «отравленных пилуль»?

Библиографический список

1. Балабанов, И.Т. Риск-менеджмент / И.Т. Балабанов. – М. : Им-пэто, 2010. – 192 с
2. Балабанов, И.Т. Основы финансового менеджмента / И.Т. Балабанов. – М. : Финансы и статистика, 2005. – 478 с.
3. Башарин, Г.П. Начала финансовой математики / Г.П. Башарин. – М. : ИНФРА-М, 1997. – 160 с. ; 2007. – 305 с.
4. Белолипецкий, В.Г. Финансы фирмы / В.Г. Белолипецкий. – М. : ИНФРА-М, 2007. – 273 с.
5. Беренс, В. Руководство по оценке эффективности инвестиций : пер. с англ. / В. Беренс, П. Хавранек. – М. : Эксмо, 1995. – 228 с. ; 2006. – 188 с.
6. Бернар, И. Толковый экономический и финансовый словарь : пер. с франц. / И. Бернар, Ж.К. Колли – М. : Международные отношения, 1997. – 784 с.
7. Бернстайн, Л.А. Анализ финансовой отчетности : теория, практика и интерпретация : пер. с англ. / Л.А. Бернстайн. – М. : Финансы и статистика, 2003. – 624 с.
8. Бирман, Г. Экономический анализ инвестиционных проектов : пер. с англ. / Г. Бирман, С. Шмидт. – М. : Банки и биржи : Юнити, 2003. – 631 с.
9. Бланк, И.А. Инвестиционный менеджмент / И.А. Бланк. – Киев : ИТЕМ : Юнайтед Лондон Трейд Лимитед, 2007. – 448 с.
10. Бланк, И.А. Стратегия и тактика управления финансами / И.А. Бланк. – Киев : ИТЕМ : АДЕФ-Украина, 2003. – 534 с.
11. Бланк, И.А. Словарь-справочник финансового менеджера / И.А. Бланк. – Киев : Ника-Центр : Эльга, 1998. – 480 с.
12. Бланк, И.А. Управление прибылью / И.А. Бланк. – Киев : Ника-Центр : Эльга, 2007. – 768 с.
13. Бланк, И.А. Основы финансового менеджмента / И.А. Бланк. – Киев : Ника-Центр : Эльга, 2012. – Т. 1. – 656 с.
14. Бланк, И.А. Основы финансового менеджмента / И.А. Бланк. – Киев : Ника-Центр : Эльга, 2012. – Т. 2. – 674 с.
15. Брейли, Р. Принципы корпоративных финансов : пер. с англ. / Р. Брейли, С. Майерс. – М. : Олимп-Бизнес, 2012. – 1008 с.

16. Бригхем, Ю. Энциклопедия финансового менеджмента : пер. с англ. / Ю. Бригхем. – М. : РАГС : Экономика, 2004. – 350 с.
17. Бочаров, В.В. Инвестиционный менеджмент : учеб. пособие / В.В. Бочаров. – СПб. : Питер, 2000. – 160 с.
18. Бочаров, В.В. Корпоративные финансы : учеб. для вузов / В.В. Бочаров, В.Б. Леонтьев. – СПб. : Питер, 2002. – 544 с.
19. Ван Хорн, Дж.К. Основы управления финансами : пер. с англ. / Дж.К. Ван Хорн. – М. : Финансы и статистика, 2005. – 800 с.
20. Вяткин, В. Принятие финансовых решений в управлении бизнесом : учеб. / В. Вяткин, Дж. Хэмптон, А. Казак. – М. : Екатеринбург : ЯВА, 2000. – 295 с.
21. Герчигова, И.Н. Финансовый менеджмент / И.Н. Герчигова. – М. : Консалтбанкир, 2005. – 312 с.
22. Риски в современном бизнесе / П.Г. Грабовой [и др.]. – М. : Аланс, 2009. – 240 с.
23. Дамари, Р. Финансы и предпринимательство : финансовые инструменты, используемые западными фирмами для роста и развития : пер. с англ. / Р. Дамари. – Ярославль : Елень, 2007. – 223 с.
24. Друри, К. Введение в управленческий и производственный учет : пер. с англ. / К. Друри – М. : Юнити, 2005. – 783 с.
25. Ефимова, О.В. Финансовый анализ / О.В. Ефимова. – М. : Бухгалтерский учет, 2012. – 352 с.
26. Карлин, Т. Анализ финансовых отчетов (на основе СААР) : учеб. : пер. с англ. / Т. Карлин, М. Макмин. – М. : ИНФРА-М, 2001. – 448 с.
27. Карп, М.В. Финансовый лизинг на предприятии : монография / М.В. Карп, Р.А. Махмутов, Е.М. Шабалин. – М. : Финансы : Юнити, 1998. – 120 с.
28. Ковалев, А.И. Анализ финансового состояния предприятия / А.И. Ковалев, В.П. Привалов. – М. : Центр экономики и маркетинга, 2001. – 256 с.
29. Ковалев, В.В. Управление финансами / В.В. Ковалев. – М. : ФБК-ПРЕСС, 1998. – 160 с.
30. Кочович, Е. Финансовая математика. Теория и практика финансово-банковских расчетов / Е. Кочович. – М. : Финансы и статистика, 2004. – 271 с.

31. Краткий курс по экономике предприятия : пер. с нем. / под ред. Н.Н. Ушаковой, Е.В. Савельева, Н.Н. Гуляевой. – Киев : Генеза, 2008. – 340 с.
32. Крейнина, М.Н. Финансовый менеджмент / М.Н. Крейнина. – М. : Дело и Сервис, 2001. – 400 с.
33. Лапуста, М.Г. Риски в предпринимательской деятельности / М.Г. Лапуста, Л.Г. Шаршукова. – М. : ИНФРА-М, 2010. – 410 с.
34. Лукасевич, И.Я. Анализ финансовых операций / И.Я. Лукасевич. – М. : Финансы : Юнити, 1998. – 400 с.
35. Павлова, П.Н. Финансы предприятия / П.Н. Павлова. – М. : Финансы, Юнити, 2005. – 678 с.
36. Розенберг, Дж. Инвестиции : терминологический словарь : пер. с англ. / Дж.Розенберг. – М. : ИНФРА-М, 1997. – 400 с.
37. Староверова, Г.С. Экономическая оценка инвестиций / Г.С. Староверова, А.Ю. Медведев, И.В. Сорокина. – М. : КноРус, 2006. – 312 с.
38. Стоянова, Е.С. Финансовый менеджмент. Российская практика / Е.С. Стоянова. – М. : Перспектива, 2008. – 150 с.
39. Стоянова, Е.С. Управление оборотным капиталом / Е.С. Стоянова, Е.В. Быкова, И.А. Бланк. – М. : Перспектива, 2007. – 128 с.
40. Теплова, Т.В. Финансовые решения: стратегия и тактика / Т.В. Теплова. – М. : Магистр, 2011. – 208 с.
41. Хелферт, Э. Техника финансового анализа : пер. с англ. / Э. Хелферт. – М. : Аудит : Юнити, 2003. – 640 с.
42. Четыркин, Е.М. Методы финансовых и коммерческих расчетов / Е.М. Четыркин. – М. : Дело, 1995. – 320 с.
43. Шарп, У.Ф. Инвестиции : пер. с англ. / У. Ф. Шарп, Дж. А. Гордон, Дж. В. Бэйли – М. : ИНФРА-М, 2003. – 1028 с.
44. Шим, Дж.К. Методы управления стоимостью и анализа затрат : пер. с англ. / Дж. К. Шим, Дж. Г. Сигел. – М. : Филинь, 1996. – 344 с.
45. Шим, Дж.К. Финансовый менеджмент : пер. с англ. / Дж. К. Шим, Дж. Г. Сигел. – 2-е изд., стер. – М. : Филинь, 1997. – 395 с.

СОДЕРЖАНИЕ

ВВЕДЕНИЕ.....	3
Тема 1. ЭКОНОМИЧЕСКОЕ СОДЕРЖАНИЕ И НАЗНАЧЕНИЕ КОРПОРАТИВНЫХ ФИНАНСОВ.....	5
1.1. Принципы организации корпоративных финансов.....	5
1.2. Финансовый менеджмент в системе управления финансами корпораций.....	8
1.3. Особенности организации финансов хозяйствующих субъектов различных форм собственности.....	13
1.4. Финансы зарубежных корпоративных структур.....	25
Тема 2. ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ПРОЕКТЫ И МЕТОДЫ ИХ ФИНАНСИРОВАНИЯ.....	34
2.1. Инвестиционные проекты и их классификация.....	34
2.2. Методы финансирования инвестиционных проектов.....	45
Тема 3. МЕТОДЫ ОЦЕНКИ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ.....	67
3.1. Критерии оценки инвестиционных проектов.....	67
3.2. Учет риска при оценке проектов.....	78
Тема 4. ФОРМЫ ФИНАНСОВЫХ ИНВЕСТИЦИЙ И ПОЛИТИКА УПРАВЛЕНИЯ ИМИ.....	81
4.1. Особенности и формы осуществления финансовых инвестиций предприятия.....	81
4.2. Политика управления финансовыми инвестициями.....	85
Тема 5. ОСНОВЫ УПРАВЛЕНИЯ КАПИТАЛОМ ПРЕДПРИЯТИЯ.....	90
5.1. Экономическая сущность и классификация капитала предприятия.....	90
5.2. Принципы формирования капитала предприятия.....	96
5.3. Стоимость капитала и принципы её оценки.....	101
5.4. Финансовый леверидж.....	108
5.5. Оптимизация структуры капитала.....	112
Тема 6. УПРАВЛЕНИЕ СОБСТВЕННЫМ КАПИТАЛОМ.....	119
6.1. Политика формирования собственных финансовых ресурсов.....	119

6.2. Оценка стоимости отдельных элементов собственного капитала.....	125
6.3. Дивидендная политика.....	130
6.4. Эмиссионная политика.....	140
Тема 7. УПРАВЛЕНИЕ ЗАЕМНЫМ КАПИТАЛОМ.....	144
7.1. Политика привлечения заемных средств.....	144
7.2. Оценка стоимости отдельных элементов заемного капитала.....	152
7.3. Управление привлечением банковского кредита.....	157
Тема 8. УПРАВЛЕНИЕ ДЕНЕЖНЫМИ ПОТОКАМИ.....	172
8.1. Понятие денежного потока и характеристика его видов.....	172
8.2. Принципы управления денежными потоками предприятия.....	180
8.3. Методы оптимизации денежных потоков предприятия.....	189
Тема 9. УПРАВЛЕНИЕ ФИНАНСОВЫМИ РИСКАМИ.....	199
9.1. Сущность и классификация финансовых рисков предприятия.....	199
9.2. Политика управления финансовыми рисками.....	208
9.3. Внутренние механизмы нейтрализации финансовых рисков.....	217
Тема 10. ОЦЕНКА СТОИМОСТИ БИЗНЕСА.....	229
10.1. Цели и задачи оценки стоимости предприятия(бизнеса).....	229
10.2. Процесс оценки стоимости предприятия.....	234
10.3. Доходный подход к оценке стоимости предприятия(бизнеса).....	238
10.4. Затратный подход к оценке стоимости предприятий (бизнеса).....	240
10.5. Сравнительный подход к оценке бизнеса.....	244
10.6. Составление отчета об оценке.....	247

Тема 11. РЕОРГАНИЗАЦИЯ КОРПОРАЦИИ: СЛИЯНИЕ, ПОГЛОЩЕНИЕ, ДРОБЛЕНИЕ И ЛИКВИДАЦИЯ.....	251
11.1. Зарубежный опыт поглощения и слияния компаний.....	251
11.2. Правовые основы реорганизации акционерных обществ в России.....	254
11.3. Финансовые аспекты поглощений и слияний.....	257
Библиографический список.....	266

Учебное издание

Курилова Анастасия Александровна
Курилов Кирилл Юрьевич
Горбунов Дмитрий Викторович

КОРПОРАТИВНЫЕ ФИНАНСЫ

Учебное пособие

Редактор *Г.В. Данилова*
Технический редактор *З.М. Малявина*
Вёрстка: *Л.В. Сызганцева*
Дизайн обложки: *Г.В. Карасева*

Подписано в печать 07.03.2014. Формат 60×84/16.

Печать оперативная. Усл. п. л. 15,81.

Тираж 50 экз. Заказ № 1-56-13.

Издательство Тольяттинского государственного университета
445667, г. Тольятти, ул. Белорусская, 14

