

# **ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ**

Под редакцией профессора Е.И. Шохина

Рекомендовано

Учебно-методическим объединением вузов  
в качестве

**УЧЕБНОГО ПОСОБИЯ**

для студентов, обучающихся по специальностям

060400 «Финансы и кредит»,

060500 «Бухгалтерский учет, анализ и аудит»,

060600 «Мировая экономика»

Москва  
ИД ФБК-ПРЕСС  
2004

УДК 336  
ББК 65.290-93-2  
Ф59

**Рецензенты:**

*Федотова Марина Алексеевна* — д-р экон. наук, профессор, заведующая кафедрой «Оценочная деятельность и антикризисное управление» Финансовой Академии при Правительстве Российской Федерации;

*Мицаканян Альберт Гургенович* — канд. экон. наук, доцент, проректор Балтийского института экономики и финансов (г. Калининград)

**Руководитель авторского коллектива** — *Е.И. Шохин*, профессор, заведующий кафедрой «Финансы предприятий и финансовый менеджмент» Финансовой Академии при Правительстве Российской Федерации

Финансовый менеджмент: Учебное пособие/Под ред. проф. Е.И. Шохина.— М.: ИД ФБК-ПРЕСС, 2004.— 408 с.

**ISBN 5-88103-063-X**

Рассматриваются основы финансового менеджмента: принципы, сущность и функции, главные элементы, информационная база (финансовая информация о деятельности предприятия, его баланс, способы оценки ликвидности), а также вопросы оценки и управления рисками. Подробно изучаются источники, в том числе заемные, и способы финансового обеспечения предприятия.

Анализируются цена и структура капитала. Показано, как разрабатывать и реализовывать дивидендную политику предприятия. Много внимания уделяется вопросам финансового планирования, прогнозирования и формирования инвестиционной стратегии. Отдельная тема — реструктуризация и банкротство предприятия.

Приведены многочисленные практические примеры.

При написании учебного пособия использован обширный отечественный и зарубежный опыт решения поставленных проблем. Учтены положения действующих российских законодательных и нормативных актов.

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

УДК 336  
ББК 65.290-93-2

**ISBN 5-88103-063-X**

© Коллектив авторов, 2002, 2003  
© Оформление.  
ИД ФБК-ПРЕСС, 2002, 2003

**Учебное пособие подготовлено  
коллективом кафедры  
«Финансы предприятий и финансовый менеджмент»  
Финансовой Академии  
при Правительстве Российской Федерации**

**АВТОРЫ:**

**Е.И. Шохин,**  
профессор —

главы 1, 2, 3;

**Е.В. Серёгин,**  
доцент —

глава 4;

**М.Н. Гермогентова,**  
доцент —

главы 5, 8;

**Т.В. Филатова,**  
доцент —

главы 6, 7 (7.1, 7.3);

**А.Н. Кувшинова —**

глава 7 (7.4);

**О.В. Мурашова,**  
доцент —

глава 7 (7.2);

**Т.А. Слепнёва,**  
доцент —

глава 9;

**Г.П. Кузина,**  
профессор —

глава 10;

**С.В. Большаков,**  
доцент —

главы 11, 14;

**Е.Ю. Серёгина,**  
доцент —

глава 12;

**А.А. Либет —**

глава 13;

**Н.И. Лахметкина,**  
доцент —

главы 15, 18, 19;

**М.В. Макарова,**  
доцент —

главы 16, 17;

**М.Г. Булатова,**  
доцент —

глава 20;

**Г.П. Подшиваленко,**  
профессор —

глава 21.

К ЧИТАТЕЛЯМ .....	9
-------------------	---

## Р а з д е л I

### **ВВЕДЕНИЕ В ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ**

Глава 1. Финансы предприятий и финансовый менеджмент .....	11
1.1. Рыночная среда и управление финансами предприятий .....	11
1.2. Основные направления финансовой деятельности предприятий .....	14
1.3. Основные задачи и обязанности финансового менеджера на предприятии .....	17

## Р а з д е л II

### **ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА**

Глава 2. Принципы организации финансового менеджмента .....	22
2.1. Сущность и функции финансового менеджмента .....	22
2.2. Субъекты и объекты финансового управления .....	25
2.3. Финансовый механизм и его основные элементы .....	28
2.4. Финансовые решения и обеспечение условий их реализации .....	30
Глава 3. Информационное обеспечение финансового управления .....	33
3.1. Финансовая информация о деятельности предприятия .....	33
3.2. Баланс предприятия, его активы и пассивы .....	35
3.3. Ликвидность и способы ее оценки .....	38

## Р а з д е л III

### **ФИНАНСОВАЯ СРЕДА ПРЕДПРИНИМАТЕЛЬСТВА И ПРЕДПРИНИМАТЕЛЬСКИЕ РИСКИ**

Глава 4. Теоретические основы предпринимательских рисков .....	42
4.1. Финансовая микросреда предпринимательства .....	42
4.2. Финансовая макросреда предпринимательства .....	47
4.3. Теории предпринимательских рисков .....	49
4.4. Сущность и функции предпринимательских рисков .....	52
4.5. Виды предпринимательских рисков .....	54

Глава 5. Управление финансовыми рисками .....	58
5.1. Финансовое состояние предприятия и риск банкротства .....	58
5.2. Система управления финансовыми рисками .....	67
5.3. Ответственность и предпринимательский риск .....	86

## Раздел IV

### **ФИНАНСОВОЕ ОБЕСПЕЧЕНИЕ ПРЕДПРИНИМАТЕЛЬСТВА**

Глава 6. Источники финансирования предпринимательской деятельности .....	89
6.1. Понятие финансового обеспечения и принципы его организации .....	89
6.2. Классификация источников финансирования предпринимательской деятельности .....	94
Глава 7. Управление финансовым обеспечением .....	97
7.1. Управление обеспечением собственными финансовыми ресурсами .....	97
7.2. Привлеченные средства и их роль в источниках финансирования предпринимательской деятельности .....	103
7.3. Формы привлечения заемных средств .....	111
7.4. Оптимизация структуры источников финансирования предпринимательской деятельности .....	125

## Раздел V

### **ДОЛГОСРОЧНАЯ ФИНАНСОВАЯ ПОЛИТИКА**

Глава 8. Цена и структура капитала .....	129
8.1. Цена капитала и методы ее оценки .....	129
8.2. Модели структуры капитала .....	138
8.3. Структура капитала и рыночная стоимость предприятия ....	149
Глава 9. Дивидендная политика предприятия .....	151
9.1. Дивиденд и его значение в экономике предприятия .....	151
9.2. Управленческий подход в определении дивидендной политики .....	158
9.3. Формы и процедуры выплаты дивидендов .....	164
9.4. Дивидендная политика и цена акций предприятия .....	172
Глава 10. Прогнозирование и планирование в финансовом управлении предприятием .....	175
10.1. Цели и задачи финансового планирования и прогнозирования на предприятии .....	175
10.2. Роль финансового планирования и прогнозирования в реализации финансовой политики предприятия .....	177

10.3. Бюджетирование как инструмент финансового планирования на предприятии .....	186
---	-----

## Р а з д е л VI

### **КРАТКОСРОЧНАЯ ФИНАНСОВАЯ ПОЛИТИКА**

Глава 11. Управление ценами на предприятии .....	192
11.1. Системообразующие цены, формы и методы регулирования цен на предприятии .....	192
11.2. Основы ценовой политики предприятия и главные направления менеджмента цен .....	197
11.3. Управление ценами на новые изделия и корректировка действующих цен .....	204
11.4. Управление средней ценой и политика поддержания цен продаж .....	212
Глава 12. Управление текущими издержками .....	217
12.1. Классификация затрат .....	217
12.2. Определение оптимальной величины себестоимости продукции с использованием методов операционного анализа .....	224
12.3. Оценка взаимодействия финансового и операционного рычагов .....	233
Глава 13. Управление оборотными активами .....	234
13.1. Принципы управления оборотными активами .....	234
13.2. Управление запасами .....	242
13.3. Управление дебиторской задолженностью .....	246
13.4. Управление денежными активами .....	251
Глава 14. Управление финансированием текущей деятельности предприятия .....	256
14.1. Текущие финансовые потребности и оперативное управление их финансированием .....	256
14.2. Комплексное управление денежным оборотом и финансовая политика нормирования .....	264
14.3. Оптимизация остатка денежных средств .....	267

## Р а з д е л VII

### **ИНВЕСТИЦИОННАЯ СТРАТЕГИЯ ПРЕДПРИЯТИЯ**

Глава 15. Оценка и прогнозирование инвестиционного рынка .....	270
15.1. Понятие и основные элементы инвестиционного рынка .....	270
15.2. Макроэкономические показатели развития инвестиционного рынка .....	274

15.3. Инвестиционная привлекательность отраслей экономики и регионов .....	276
15.4. Инвестиционная привлекательность предприятий .....	281
<b>Глава 16.</b> Понятие и этапы формирования инвестиционной стратегии предприятия .....	286
16.1. Понятие инвестиционной стратегии и ее факторов .....	286
16.2. Этапы формирования инвестиционной стратегии предприятия .....	287
<b>Глава 17.</b> Бизнес-план инвестиционного проекта .....	291
17.1. Прединвестиционные исследования .....	291
17.2. Инвестиционный бизнес-план .....	297
17.3. Оперативное управление инвестиционным проектом .....	314
<b>Глава 18.</b> Портфель реальных инвестиционных проектов .....	316
18.1. Формирование портфеля капитальных вложений .....	317
18.2. Оперативное управление портфелем .....	336
<b>Глава 19.</b> Портфель ценных бумаг предприятия .....	344
19.1. Типы портфелей и цели портфельного инвестирования .....	344
19.2. Особенности формирования и управления портфелем ценных бумаг .....	346

## Р а з д е л VIII

### **СПЕЦИАЛЬНЫЕ ТЕМЫ ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА**

<b>Глава 20.</b> Реструктуризация и банкротство предприятия .....	366
20.1. Общие положения .....	366
20.2. Понятия, используемые при банкротстве .....	368
20.3. Должник и кредиторы .....	370
20.4. Наблюдение .....	374
20.5. Внешнее управление .....	377
20.6. Конкурсное производство .....	380
20.7. Очередность удовлетворения требований кредиторов .....	382
20.8. Мирное соглашение .....	383
20.9. Основные направления предотвращения банкротства и санации предприятия .....	385
<b>Глава 21.</b> Иностранные инвестиции .....	392
21.1. Иностранные инвестиции. Общая характеристика, виды ....	392
21.2. Масштабы и тенденции международного инвестирования .....	397
21.3. Иностранные инвестиции в России .....	398



Реформирование экономики России продолжается. В этих условиях увеличивается значение первичного звена всех преобразований — хозяйствующих субъектов. Именно здесь формируются валовой доход и денежные накопления, будущие потенциальные возможности развития — инвестиционные ресурсы. На базе финансов предприятия, опосредующих кругооборот его фондов, не только создаются необходимые предпосылки его производственной деятельности, но и формируется положительный финансовый результат, во имя которого начинается любой бизнес. Успешное управление финансами в рыночных условиях невозможно без четкого представления процессов формирования затрат, доходов, распределения ресурсов, формирования капитала, соответствующей политики развития, инвестиционной деятельности и т.д. Таким образом, управление финансами выступает одним из главных элементов управления предприятием.

По мере становления и развития рыночных отношений в нашей стране вопросы повышения эффективности управления финансовыми ресурсами и финансами в целом приобретают все большее значение. Именно по этой причине «Финансовый менеджмент» как самостоятельный учебный курс включен в учебные планы вузов по целому ряду экономических специальностей в соответствии с новым государственным образовательным стандартом.

Предлагаемое учебное пособие подготовлено коллективом преподавателей кафедры «Финансы предприятий и финансовый менеджмент» Финансовой Академии при Правительстве Российской Федерации в соответствии с примерной программой дисциплины «Финансовый менеджмент», рекомендованной Минобразования России для специальности «Финансы и кредит». В восьми разделах учебного пособия достаточно полно раскрывается содержание узловых проблем современного финансового менеджмента: сущность и функции финансового менеджмента; характеристики его субъектов и объектов; требования, предъявляемые к финансовым решениям и условиям их успешной реализации. Описаны принципы организации финансового

обеспечения предпринимательства, а также сопровождающие его риски и проблемы управления этими рисками. Достаточно полно освещается долгосрочная и краткосрочная финансовая политика предприятия. Большое внимание уделено вопросам разработки и реализации инвестиционной стратегии предприятия. Подробно освещено состояние инвестиционного рынка, анализируются его основные элементы, показано, как следует управлять инвестиционным портфелем, а также приведены методы формирования бизнес-планов инвестиционных проектов.

Рассматриваемые в учебном пособии методы и приемы управления финансами могут быть использованы в практической деятельности организаций при решении конкретных управленческих задач.

*Канд. экон. наук, профессор,  
Е.И. Шохин*

# ВВЕДЕНИЕ В ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ

## Глава 1. Финансы предприятий и финансовый менеджмент

### 1.1. Рыночная среда и управление финансами предприятий

Становление новых экономических отношений в условиях формирующейся российской экономики требует кардинальных преобразований, принципиально новой культуры производственных отношений, организации эффективного бизнеса. Создаваемая экономическая система включает в качестве составных элементов организации предприятия различных форм собственности и подчиненности с многочисленными производственными, хозяйственными, финансовыми и другими связями, ориентированные на получение положительных финансовых результатов, обеспечивающих эффективность хозяйствования в целом.

Взаимодействие между хозяйствующими субъектами, государственными, общественными и другими организациями обеспечивается в результате движения стоимости, денег, финансов и кредита.

Организуя деятельность, каждое предприятие занимает определенную нишу на рынке. Как правило, к реализации намечаются несколько целей, зависящих от стадии жизненного цикла проекта, а также от внешних и внутренних условий, влияющих на поведение хозяйствующего субъекта. Самостоятельность в оценке ситуаций и принятии хозяйственных решений, ответственность за конечные результаты выдвигают особые требования к управлению на предприятии, стремящемуся к достижению финансовой результативности. Финансовый результат является не только индикатором эффективности деятельности организационных, производственных, сбытовых и других систем, но и определенным показателем возможностей предприятия с точки зрения привлекательности для инвесторов и собственников. Кроме того, финансовая результативность позволяет судить о качестве менеджмента на предприятии.

Эффективное управление финансами означает прежде всего широкое их использование на всех стадиях процесса воспроизводства.

Постоянный обмен товарами, материальными ценностями и услугами в результате купли-продажи обуславливает наличие системы денежных отношений, появление финансов хозяйствующих субъектов. Финансы — суть экономические отношения, осуществляемые с помощью оборота денег на всех стадиях общественного воспроизводства.

Участвуя в процессах производства, распределения, обмена и потребления, финансы предприятий являются индикатором состояния экономики как отдельного предприятия, так и страны в целом. Производственные особенности каждого хозяйствующего субъекта проявляются в специфике формирования денежных фондов, отражающих состояние финансов предприятия.

Финансы предприятий представляют собой опосредованную в денежной форме совокупность экономических отношений, возникающих в процессе образования, распределения и использования валового дохода, денежных накоплений и финансовых ресурсов.

Как учебная дисциплина финансы предприятий изучают процессы формирования затрат, организацию и использование оборотных средств, формирование и использование выручки от реализации и денежных накоплений, кругооборот фондов, источники финансирования основной и инвестиционной деятельности, принципы финансового планирования и оценку эффективности хозяйствования. Такой подход к изучению дисциплины предполагает некоторую статичность рассматриваемых процессов, поскольку элементная база финансов предприятий рассматривается вне взаимосвязи между отдельными элементами системы. Движение денежных потоков, последовательность протекания финансовых процессов, взаимообусловленность объективных экономических и финансовых отношений, определение возможности эффективного воздействия на эти процессы выделяют науку управления финансами в самостоятельную область знаний — финансовый менеджмент.

Управление финансами на предприятии предполагает не только оценку происходящих процессов, но и разработку алгоритмов решения финансовых вопросов и проблем. Все происходящие события оцениваются в динамике, учитывающей большое количество факторов, рисков, сопровождающих любую предпринимательскую деятельность.

Финансовый менеджмент как наука за прошедшие десятилетия динамично развивался как в теоретическом, так и в практическом направлении. Совершенствование экономических отношений, упорядочение рыночной стихии путем введения государственного регулирования, изменение законодательной базы, в том числе в налоговой сфере, существенный рост корпоративной культуры и другие факторы обусловили создание достаточно стройной системы управления финансами предприятия. Большое влияние на становление финансового менеджмента оказали современные информационные системы и компьютерная техника. Быстродействие выполняемых расчетов позволяет выстраивать многофакторные модели происходящих и предполагаемых процессов, находя варианты, обеспечивающие максимизацию эффекта при минимизации возможных рисков.

Как любая наука финансовый менеджмент порождает новые вопросы, ответы на которые будут менять экономические взаимоотношения, повышать эффективность общественного воспроизводства. Нацеленность на положительный финансовый результат, забота о процветании предпринятого дела, владельцев и фирмы на рынке — конкретные показатели эффективного управления финансами, квалификации финансовых менеджеров.

Управление процессами движения денежных и товарных потоков, формированием, распределением и использованием различных фондов и ресурсов позволяет реализовать рыночную стратегию, характер которой может меняться в зависимости от конъюнктуры и жизненного цикла предприятия. Используя распределительную и контрольную функции финансов, менеджер может воздействовать на все стадии воспроизводственного процесса: обмен, производство, распределение, потребление и контроль за ними. Поскольку финансы отражают все происходящие на предприятии процессы в стоимостном виде, финансовый менеджмент использует функцию отражения для оценки и систематизации денежных потоков, определяя пути и интенсивность их движения. Вместе с бухгалтерским и управленческим учетом финансы обеспечивают предприятия необходимой информационной базой. Финансовая отчетность легко сопоставима и позволяет выстраивать временные ряды показателей, дающих картину происходящих изменений в динамике. Такая сопоставимость обеспечивает сравнение эффективности работы предприятий и фирм в одной или разных отраслях. Прозрачность финансов партнеров по бизнесу дает возможность более рационально организовать денеж-

ные потоки, обеспечить повышение скорости их оборота и финансовую результативность, снизить предпринимательские риски, укрепить денежное обращение страны в целом. Использование международных стандартов учета позволит российским предприятиям активнее привлекать иностранных инвесторов, более широко функционировать на мировых фондовых биржах, быстрее стать полноправными участниками мирового рынка.

## 1.2. Основные направления финансовой деятельности предприятия

Система хозяйствования, основанная на рыночных отношениях, предполагает создание условий для предпринимательской активности, обеспечивающих рост объемов производства, качества товаров и услуг. Возникающие экономические отношения между хозяйствующими субъектами, властными структурами, кредитными, страховыми и фондовыми институтами, а также между работниками данного предприятия опосредуются движением денег, отражая движение стоимости в общественном воспроизводстве. Таким образом, финансы хозяйствующего субъекта охватывают денежные отношения между другими субъектами хозяйствования (предприятиями, организациями), бюджетной системой по платежам в бюджеты различных уровней, внебюджетными фондами по взносам и отчислениям, кредитными учреждениями при оплате процентов по ссудам.

Управление финансами предприятия в условиях рынка является одним из основных направлений управленческой деятельности, обеспечивающих решение текущих вопросов финансирования производства и реализации продукции, а также задач выживания в конкурентной борьбе, стабилизации финансового положения, минимизации расходов и максимизации прибыли, рентабельной деятельности и увеличения объема продаж. Все это повышает стоимость самого предприятия с точки зрения инвестиционной привлекательности и перспектив развития.

В рыночных условиях предприятие вправе наращивать собственные доходы как за счет основной деятельности, так и в результате участия в работе других предприятий и организаций, освоения смежных сфер, других не запрещенных законом возможностей увеличения совокупного финансового результата.

Денежные потоки и величина денежного оборота определяются характером деятельности предприятия и объемами производства, размерами операций с поставщиками и покупателями, бюджетными и внебюджетными фондами, банками и страховыми организациями и т.п. Эффективное управление этими процессами требует соответствующей организации самой финансовой деятельности, включающей финансовое планирование, оперативную и контрольно-аналитическую работу.

Анализ производственных и экономических процессов на предприятии и за его пределами позволяет прогнозировать развитие ситуаций и на этой основе составлять производственные и финансовые планы. Моделирование ситуаций обеспечивает многовариантность планов, снижая уровень принимаемых рисков. Взаимодействие служб и подразделений предприятия, координация усилий со стороны финансистов при проведении и оценке расчетов производственных и финансовых показателей плана обеспечивают взаимообусловленность и взаимозависимость результатов деятельности всех структур предприятия.

Эффективное взаимодействие отдельных структур в процессе управления финансами может быть обеспечено благодаря использованию системы бюджетирования. Сводные функциональные бюджеты оплаты труда, материальных затрат, амортизации, налогов, погашения кредитов, прочих расходов позволяют не только организовать движение денежных потоков, но и осуществлять эффективное управление ими.

Особое место в плановой работе предприятия занимает ценовая политика, обеспечивающая максимизацию рентабельности продаж и чистого собственного капитала, скорость продвижения товаров на рынке, устойчивость рыночных позиций, эффективную кредитную политику и расширение сегмента рынка. Гибкая ценовая политика способствует упрочению конкурентных позиций и росту объемов прибыли предприятия.

Оперативная деятельность финансовой службы предприятия включает расчеты с покупателями и поставщиками, претензионную работу с контрагентами в случае возникновения разногласий, ведение кассовых и других банковских операций, операции с ценными бумагами, финансово-кредитное планирование, контроль исполнения ранее принятых решений, анализ полученных результатов и складывающейся конъюнктуры рынка.

Оперативная работа должна обеспечить устойчивое финансовое положение, получение средств за отгруженную продукцию, выполненные работы и предоставленные услуги, контролируя процессы выпуска и отгрузки, своевременное выставление счетов покупателям и качественное оформление платежно-расчетных документов, а также выбор форм расчетов, обеспечивающих надежность оплаты. В условиях рынка, когда значительная часть средств функционирует в сфере обращения, управление притоком денежных средств становится наиболее значимым в финансовой деятельности.

Систематический и оперативный контроль за ранее принятыми управленческими решениями обеспечивает достижение запланированных результатов, эффективную работу предприятия. На крупных предприятиях с этой целью организуется специальная служба внутреннего контроля (аудита), отслеживающая хозяйственные и финансовые процессы. В качестве основных объектов анализа выступают финансовое состояние, выполнение планов продаж, прибыли и рентабельности, эффективность использования основных фондов и оборотных средств, кредитная и налоговая политика. Аналитическая работа финансовых служб на предприятии направлена на выявление и мобилизацию резервов, экономию затрат и повышение эффективности использования всех имеющихся ресурсов. Особого внимания при этом требуют вопросы организации продаж (сбыта) продукции, поскольку именно они формируют финансовый результат. Сопоставление достижений с показателями бизнес-плана, анализ процессов и ситуаций, сформировавших полученные результаты, позволяют разрабатывать комплекс мероприятий по корректировке ранее намеченных показателей, обеспечивают устойчивое финансовое положение предприятия и сохранение позиций на рынке.

Особое направление представляет инвестиционная деятельность предприятия. Выступая в качестве инвестора, предприятие финансирует вновь создаваемые и модернизируемые основные фонды и оборотные средства (капитальные вложения), осуществляет вложения в ценные бумаги, различные производные инструменты фондового рынка, целевые денежные вклады, приобретает имущественные права и права на интеллектуальную собственность, научно-техническую продукцию и другие объекты собственности. Предприятие-инвестор самостоятельно определяет направления, объемы, размеры и эффективность инвестиций. Принятие инвестиционных решений ведется с учетом таких факторов, как конъюнктура рынка (прежде всего изменение



цен), инфляционные ожидания, политическая обстановка и т.п. В некоторых случаях инвестиции подлежат обязательному страхованию с целью снижения рисков и обеспечения гарантий инвестору.

Управление финансами, денежным оборотом предприятия означает умение финансистов определять объем и интенсивность поступления и расходования денежных средств как на ближайшую, так и на длительную перспективу. Денежные потоки в процессе оборота обеспечивают кругооборот всего капитала, формирование и использование финансовых ресурсов.

### 1.3. Основные задачи и обязанности финансового менеджера на предприятии

Основные задачи, стоящие перед финансовым менеджером, определяются под влиянием целого ряда факторов: конкурентной среды, необходимости постоянного технологического совершенствования, потребности в капитальных вложениях, меняющегося налогового законодательства, мировой конъюнктуры, политической нестабильности, информационных тенденций, изменений процентных ставок и ситуации на фондовом рынке. Формируя соответствующую финансовую политику, финансовый менеджер должен разработать алгоритм достижения финансового успеха. Максимизация средств предприятия благодаря выбору способов финансирования, проведению соответствующей дивидендной политики и минимизации рисков при получении чистой прибыли — задачи текущей и перспективной деятельности в области управления финансами. В общем комплексе задач финансового менеджера можно выделить пять основных блоков:

- 1) финансовое планирование;
- 2) управление ресурсами;
- 3) управление структурой капитала;
- 4) инвестиционную деятельность;
- 5) контроль и анализ результатов.

Каждый из этих блоков представляет отдельный сегмент финансового управления, направленный на достижение общего результата, — тактических и стратегических целей развития предприятия. Финансовое планирование обеспечивает составление различных смет и бюджетов, определяет количество необходимых ресурсов. Управление финансовыми ресурсами определяет направление движения денежных потоков с момента формирования товарно-материальных

запасов до завершения всех расчетов, а затем распределения и использования полученного финансового результата. Структура капитала во многом предопределяет внутренние и внешние источники финансирования как долгосрочные и краткосрочные, допустимые размеры процентной ставки, дебиторскую задолженность, скорость оборота денежных средств, непосредственно влияющие на ликвидность и финансовую результативность. Принятие инвестиционных решений предполагает хорошее знание финансовым менеджером фондового рынка, а также собственного имущества, определяющего размеры реальных инвестиций (капитальных вложений) в случае замены или создания новых основных фондов.

Контроль исполнения финансовых решений и анализ полученных результатов обеспечивают эффективное распределение средств между различными направлениями деятельности предприятия. Такая работа предполагает обработку финансовой информации и представление ее в виде финансовой отчетности. Практика управления финансами определяет набор функций финансового менеджера, исполнение которых является обязательным и не зависит от отраслевой принадлежности и размеров предприятия.

Финансовый менеджер должен обеспечить:

- в области планирования:
  - долгосрочное и краткосрочное финансовое планирование,
  - составление бюджетов торговых и финансовых операций, а также капитальных затрат,
  - ценовую политику и прогнозирование объемов продаж,
  - оценку эффективности затрат,
  - оценку приобретаемого и реализуемого имущества,
  - анализ экономических показателей и факторов изменения объемов производства и продаж;
- в области учета и контроля:
  - определение политики бухгалтерского учета,
  - систему и порядок учета,
  - учет издержек производства и обращения,
  - подготовку бухгалтерской отчетности, включая государственную отчетность,
  - внутреннюю ревизию (аудит),
  - подготовку информации для руководства о результатах деятельности,

— сравнение фактических результатов с плановыми и нормативными показателями;

• в области управления фондами:

- проведение банковских операций,
- получение, хранение и выплату наличных денег,
- проведение операций с ценными бумагами,
- кредитование и взыскание денежных средств,
- управление инвестиционным портфелем,
- контроль и регулирование денежных операций.

Функции финансовых менеджеров по данным Института финансовых управляющих национальной организации финансовых менеджеров США состоят в следующем:

• в области управления денежными фондами:

- регулирование и контроль денежных операций,
- получение, хранение наличных денег и ценных бумаг, выплата наличных денег,

- проведение банковских операций,
- коммерческое кредитование и взыскание денежных средств,
- управление инвестиционным портфелем;

• в области планирования:

- участие в общей плановой работе, долгосрочное и краткосрочное финансовое планирование,
- бюджетирование в рамках структурных подразделений предприятия и по местам формирования затрат,
- оценка эффективности затрат, финансирование отдельных мероприятий,
- анализ экономических факторов, формирующих финансовый результат,

— планирование объемов продаж и проведение соответствующей ценовой политики,

— оценка приобретаемого или реализуемого имущества;

• в области управления структурой капитала:

- определение краткосрочных источников заемных средств, стоимости и условий заимствования,
- определение долгосрочных источников заемных средств, стоимости и условий заимствования,
- поиск внутренних резервов и направление их использования;

• в области учета и контроля:

- определение учетной политики,

- учет издержек производства и обращения,
- внутренняя ревизия и контроль (аудит),
- подготовка различных видов отчетности,
- сравнение фактических результатов с плановыми и нормативными показателями,
- представление руководству информации о финансовых результатах деятельности;
- в области реализации налоговой политики:
  - разработка налоговой политики,
  - планирование и перечисление налогов и сборов,
  - подготовка налоговой отчетности;
- в области минимизации рисков и защиты имущества предприятия:
  - структурирование рисков,
  - анализ конъюнктуры фондового рынка,
  - разработка планов превентивных мероприятий,
  - формирование страховых фондов и резервов,
  - обеспечение внешнего страхования,
  - внутренний контроль сохранности имущества,
  - анализ инвестиционных проектов,
  - формирование инвестиционного портфеля клиентов,
  - управление портфелем ценных бумаг,
  - привлечение внутренних и внешних источников финансирования инвестиционной деятельности,
  - обеспечение связи с инвесторами, формирование дивидендной политики;
- в области консалтинговой деятельности:
  - консалтинг для сторонних организаций (контрпартнеров),
  - консалтинг руководителей предприятия по финансово-экономическим вопросам,
  - консалтинг руководителей и специалистов подразделений по торговым и финансовым операциям,
  - консалтинг и повышение квалификации специалистов предприятия;
- в области разработки информационных систем управления:
  - изучение современных информационных систем управления,
  - оценка предлагаемого программного обеспечения,
  - разработка и использование информационных систем управления,

---

— разработка методик эффективного использования информационных систем.

Активное использование современного программного компьютерного обеспечения, работающего в единой сети, позволяет не только повышать скорость сбора, обработки и использования оперативной информации, но и обеспечивает более высокий уровень контроля ее достоверности, понимание управленческих решений на уровне всей структуры, эффективное финансовое управление, поскольку функции каждого менеджера представляют элементы единой системы. Организационная структура финансового управления на предприятии объединяет всех сотрудников финансовой службы благодаря распределению функциональных обязанностей.

# ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА

## Глава 2. Принципы организации финансового менеджмента

### 2.1. Сущность и функции финансового менеджмента

Мировой экономический кризис 20—30-х годов XX века со всей очевидностью показал необходимость эффективного, рационального управления экономическими процессами как в масштабах национальной экономики, так и на каждом конкретном предприятии. Крупное промышленное производство не может развиваться без фондового рынка, коллективных форм владения собственностью, акционерного капитала. Слияние промышленного и финансового капитала требует выделения самостоятельного сектора управления — финансового. Как наука финансовый менеджмент сформировался в 50-е годы XX столетия. Базируясь исключительно на практическом опыте, финансовый менеджмент предполагает современные теории управления и финансов, бухгалтерский учет и финансовые вычисления, прочное правовое обеспечение.

В настоящее время управление финансами на предприятии ведется по двум направлениям:

- 1) как распорядиться имеющимися финансовыми ресурсами (управление активами);
- 2) как привлечь необходимые финансовые ресурсы (управление пассивами).

Финансовый менеджмент позволяет ответить на вопросы: какими должны быть структура активов, соотношение товарно-материальных ценностей и денежных ресурсов, как организовать оборотные средства с целью наиболее эффективного их использования

на всех стадиях кругооборота. Управление пассивами означает не только поиск возможных источников средств, но и формирование их оптимальной структуры, обеспечивающей максимальную отдачу на каждую единицу капитала предприятия.

Искусство финансового управления заключается в сочетании действий и решений по обеспечению устойчивого текущего финансового положения предприятия, его платежеспособности и ликвидности, а также перспектив развития, подкрепленных долгосрочными источниками финансирования, формирующими структуру активов. Оперативное реагирование на изменение внешних и внутренних факторов, особенно в условиях становления рынка, — обязательное требование для эффективного финансового управления. Таким образом, финансовый менеджмент как наука представляет собой систему знаний по эффективному управлению денежными фондами и финансовыми ресурсами предприятий для достижения стратегических целей и решения тактических задач. Как система управления финансовый менеджмент организует взаимоотношения внутри предприятия и за его пределами. Внутри предприятия формируется соответствующая мотивация сотрудников, соединяющая цели предприятия и субъекта управления — финансового менеджера на основе личной заинтересованности в увеличении доходности, а также возможности карьерного роста.

Финансовый менеджмент реализует себя в присущих ему функциях. Являясь составной частью общей системы управления, он призван решать те же задачи по организации, планированию, мотивации и контролю. Вместе с тем финансовый менеджмент имеет выраженную специфику — управление денежными потоками, поэтому его функции в значительной мере предопределены задачами финансов предприятий. Использование распределительной функции финансов обеспечивает эффективную структуру капитала предприятия, а также формирование фондов финансовых ресурсов. Являясь приоритетной структурой в общей системе управления, финансовый менеджмент призван таким образом организовать финансовые потоки, чтобы обеспечить эффективный и бесперебойный воспроизводственный процесс на предприятии. Обеспечение достаточности денежных средств для нормального функционирования предприятия, сбалансированность материальных и финансовых ресурсов на всех стадиях кругооборота достигаются благодаря воспроизводственной функции финансового менеджмента.

Вторая функция финансового менеджмента — организационная обеспечивает системный подход в организации управления денежными потоками и фондами, взаимодействие функциональных структур предприятия для достижения намеченного финансового результата. Организационная функция предполагает взаимную увязку ресурсов в пространстве и во времени.

Финансовое планирование как функция финансового менеджмента задает количественную определенность предполагаемым процессам и мероприятиям. Базируясь на анализе хозяйственной деятельности предприятия, финансовое планирование формирует конкретные показатели, задает экономические пропорции развития благодаря распределению финансовых ресурсов. Это весьма действенный инструмент обеспечения устойчивого развития, с помощью которого можно определить, сколько и каких ресурсов следует привлечь, чтобы обеспечить соответствующие объемы производства и продаж для удовлетворения платежеспособного спроса.

В качестве самостоятельной функции финансового менеджмента можно выделить прогнозирование. Прогноз на длительную перспективу показателей деятельности и результатов проводимых мероприятий позволяет выявить определенные тенденции, складывающиеся на рынке, экстраполируя которые на временной отрезок можно разработать варианты стратегии и тактики для достижения намеченной цели.

Стимулирующая функция финансового менеджмента обеспечивает необходимую мотивацию как собственникам, так и всему коллективу предприятия. Заинтересованность в высокой результативности собственного труда обеспечивается соответствующей организацией системы оплаты. Использование ресурсов становится эффективным, если личный вклад в наращивание капитала обеспечивается заметным поощрением.

Контрольная функция финансового менеджмента отражает состояние кругооборота ресурсов, эффективность хозяйствования, обеспечивает контроль за управленческими решениями в области финансов, предусматривая сбор необходимой информации, анализ факторов, явившихся причиной отклонения от запланированных параметров. Контроль и анализ позволяют определить закономерности и тенденции в динамике натуральных и стоимостных показателей, вскрыть имеющиеся внутренние резервы. Таким образом, контрольная функ-



ция является связующим элементом всех сторон финансового менеджмента, обеспечивая их взаимодействие на предприятии: регулирование процесса, организацию производства с реальной структурой управления, планирование и прогнозирование, заинтересованность в результатах эффективного хозяйствования. Формами ответственности по результатам финансового контроля могут быть штрафы, пени, неустойки, взимаемые при нарушении договорных обязательств, несвоевременном погашении кредитов, возникающих неплатежей. Крайней мерой по отношению к неэффективно работающему предприятию может стать процедура его банкротства.

Эффективность финансового менеджмента зависит от правильного использования функций, знания приемов управления, стандартов учета и нормативных актов, регулирующих деятельность предприятия, умения и навыков оценки конкретных финансовых ситуаций, использования современных информационных систем и программного обеспечения.

## 2.2. Субъекты и объекты финансового управления

Как система управления финансовый менеджмент предполагает наличие субъекта и объекта управления. В качестве субъектов управления на предприятии могут выступать должностные лица финансовой службы либо работники, в компетенцию которых входит управление организацией денежного оборота предприятия. Финансовая деятельность может быть распределена между службами и исполнителями, находящимися на разных иерархических уровнях управления. Поскольку малый бизнес не предполагает глубокого разделения управленческих функций, в качестве субъектов финансового менеджмента могут выступать руководитель предприятия и бухгалтер.

На крупных предприятиях для управления финансами создаются самостоятельные подразделения — финансовые службы и дирекции. Финансовый директор (вице-президент по финансовым вопросам) — главный ответственный финансист. Функции субъекта финансового управления могут быть также делегированы финансовому менеджеру, главному бухгалтеру, административному директору, руководителю финансово-сбытовой службы, казначею, другим уполномоченным. Создание финансовой дирекции, определение круга ее задач и возможностей являются прерогативой высшего органа управления предприятия — совета директоров, наблюдательного совета и т.п.

Объектами управления в финансовом менеджменте являются денежные поступления и выплаты, составляющие денежный оборот предприятия. Управляемый денежный поток представляет замкнутый цикл притока и оттока средств предприятия, размеры которого зависят от объема продаж, величин дебиторской и кредиторской задолженности, необходимых запасов, структуры капитала, финансовых ресурсов и т.п. Потоки денежных средств предприятия имеют определенные источники: собственный капитал, заемные средства, другие пассивы. Направление использования средств предполагает создание различных активов.

Общий денежный оборот предприятия складывается в процессе движения средств, обслуживающих самые разнообразные хозяйственные операции. Все операции могут быть сгруппированы по основным направлениям экономической деятельности предприятия: текущей, инвестиционной и финансовой. Это означает, что организованное движение денежных средств в каждом конкретном случае призвано решать определенные задачи и общая результативность хозяйствования будет зависеть от успехов на каждом направлении деятельности. Конечно, результаты текущей деятельности во многом определяют возможности предприятия, но другие виды деятельности также могут содействовать преодолению возникающих финансовых затруднений.

Таким образом, объекты финансового управления представляют собой активы и пассивы (финансовые обязательства) предприятия, формирующиеся в процессе текущей деятельности, осуществления инвестиций.

При создании предприятия приоритетной задачей является определение размера средств, необходимых для финансирования вновь создаваемых активов. При этом решается задача оптимизации источников финансирования, формирование такой структуры, которая обеспечит необходимую финансовую устойчивость предприятия при низких значениях стоимости капитала. В дальнейшем собственные финансовые ресурсы будут определять возможности предприятия в решении стратегических задач. Основное внимание в управлении собственными финансовыми ресурсами должно быть уделено формированию чистой прибыли и амортизационным отчислениям. Но не только собственные источники обуславливают величину денежного потока, в немалой степени финансовая эффективность зависит от сочетания собственных и заемных средств в обороте. Это выдвигает

гает перед финансовым менеджментом задачу определения общей потребности в заемных средствах, а также оптимизацию соотношения краткосрочной и долгосрочной задолженности.

Оборотные и внеоборотные активы являются сущностью любого предприятия. Выступая в качестве объектов финансового управления, они должны быть прежде всего определены в абсолютных значениях по своим видам, поскольку от этого зависят масштабы деятельности самого предприятия, а также размеры и финансовая структура капитала. Вместе с тем принципиальные отличия кругооборота отдельных составных частей активов требуют различных подходов к управлению оборотными и внеоборотными активами. Определение продолжительности оборота отдельных видов оборотных активов создает предпосылки рационального управления запасами товарно-материальных ценностей, дебиторской задолженности и в целом оборотных средств.

В составе внеоборотных активов наибольший удельный вес занимают основные фонды. Управление этой частью активов предполагает анализ структуры и эффективности использования отдельных их видов, а также мероприятия по обеспечению текущего и капитального ремонта, своевременному обновлению, замене машин и оборудования.

Управление внеоборотными активами требует решения такой задачи, как управление реальными инвестициями. Для этого необходимо провести оценку инвестиционной привлекательности предлагаемых проектов, рассмотреть их эффективность с точки зрения будущих денежных потоков.

Особого внимания в финансовом менеджменте заслуживает деятельность предприятия на фондовом рынке. Формирование и оперативное управление портфелем ценных бумаг означают не только возможность получения дополнительных доходов, но и наличие рисков, характерных для этой деятельности. Выбор финансовых инструментов, формирование оптимальной структуры портфеля, позволяющей сбалансировать риск и доходность, — основные направления управления этой частью активов предприятия. Риски сопровождают не только финансовую деятельность, они являются характерным фактором практически любого вида бизнеса. Финансовое управление становится эффективным только тогда, когда определен перечень сопутствующих предприятию рисков, установлена их структура и возможные последствия наступления рискованных событий. Управле-

ние рисками означает также проведение превентивных мероприятий, минимизацию предполагаемых финансовых рисков, обеспечение страховой защиты за счет внутренних и внешних факторов.

Объекты финансового менеджмента — активы и пассивы предприятия тесно связаны между собой. Решение об осуществлении вложений в определенные активы предполагает наличие источников финансирования. Цена привлекаемых источников может быть разной, и это отразится на принимаемом решении. Собственные ресурсы в отличие от заемных не могут быть оценены с точки зрения платы за ресурсы, но могут использоваться достаточно эффективно при выборе варианта инвестирования. Таким образом, объекты финансового менеджмента находятся в постоянном взаимодействии и их взаимозависимость ставит перед субъектом управления задачу разработки вариантов возможных действий, обеспечивая рациональную мобилизацию и использование средств. Вопрос: где взять средства и как с наибольшей выгодой ими распорядиться, никогда не будет иметь однозначного ответа. Поиск альтернатив, наиболее удачных вариантов решения — искусство финансового менеджера.

### 2.3. Финансовый механизм и его основные элементы

Финансовый механизм — это система государственных законов и нормативных актов, регулирующих финансы предприятия, образование и использование фондов финансовых ресурсов и других денежных фондов, обеспечивающих активную хозяйственную деятельность предприятия. Финансовый механизм осуществляет системный подход к оптимизации затрат, выявлению резервов производства, снижению себестоимости продукции, увеличению прибыли, повышению уровня рентабельности, упрочению конкурентной позиции на рынке и т.п. Финансовый механизм — совокупность форм и методов воздействия на субъекты и объекты финансового управления для достижения намеченных стратегических целей.

Финансовый механизм включает нормативно-правовое регулирование финансов предприятий, внутреннюю систему регулирования, сложившуюся на предприятии, методы финансового управления, финансовые инструменты, рычаги и стимулы, показатели, нормативы, лимиты, информационную базу и другие элементы. Нормативно-правовое регулирование представляет государственное начало в области финансовой политики и распространяется на налоговые отношения,

инвестиционную деятельность, формы и методы расчетов, резервные требования, нормативы и др.

Определенный набор требований к организации финансов может содержать устав предприятия. Внутренними регуляторами могут являться установленные лимиты и нормативы, размеры резервов и фондов, требования внутреннего контроля, положения учетной, налоговой и амортизационной политики.

В качестве основных финансовых методов выступают финансовое планирование, финансовый и управленческий учет, финансовое регулирование, финансовый анализ и контроль. Они обеспечивают на предприятии образование и использование денежных фондов, которые в процессе финансово-хозяйственной деятельности совершают непрерывный кругооборот, и, принимая разнообразные функциональные формы, материализуются во всевозможных активах. Таким образом, финансовый механизм обеспечивает многофункциональную систему управления финансами.

В качестве одного из элементов этого механизма выступают финансовые инструменты. По международным стандартам бухгалтерского учета под финансовым инструментом следует понимать любой договор между двумя контрагентами, в результате которого у одного контрагента возникает финансовый актив, а у другого — финансовое обязательство долгового или долевого характера (участие в капитале). Финансовые инструменты делятся на первичные финансовые инструменты, включающие дебиторскую и кредиторскую задолженность, кредиты, займы, акции, облигации и долевыми ценными бумагами, и вторичные (или производные) финансовые инструменты, к которым относятся опционы, фьючерсы, форвардные контракты, процентные и валютные свопы. В основе производных инструментов находится базисный актив в виде товара (акций, облигаций, векселей, валюты и т.п.), их цена будет зависеть от складывающейся цены базисного актива.

Финансовые рычаги и стимулы представляют достаточно широкий набор инструментов воздействия на предприятие и на контрагентов с целью более эффективного использования ресурсов, выполнения требований платежной дисциплины. К ним относятся ставки налогов, штрафы, пени, неустойки, нормы амортизации, ставки процентов по кредитам и депозитам и т.п.

Финансовые показатели, нормативы, лимиты — элементы финансового механизма, позволяющие использовать определенные методы расчетов, а также организовать хозяйственную деятельность на пред-

приятии согласно установленной системе показателей и утвержденной базе.

Кроме этого в финансовом менеджменте следует учитывать такие внешние регуляторы, как курсы валют, уровень цен, различные индексы, отражающие общее состояние рынка и его конъюнктуру в отдельных сегментах, котировки финансовых инструментов на фондовом рынке и т.п. По мере становления рынка роль названных регуляторов будет усиливаться, следовательно, будет возрастать их воздействие на финансовый механизм предприятия.

Эффективность финансового механизма обеспечивается только при условии активного использования всех финансовых категорий: выручки, прибыли, амортизации, основных фондов и оборотных средств, кредита, налогов и др.

#### 2.4. Финансовые решения и обеспечение условий их реализации

Жизнедеятельность любого предприятия обеспечивается в результате взаимодействия информационного, материального и финансового потоков, с помощью которых поддерживается связь с поставщиками, покупателями, банками, государственными и другими внешними структурами. Без этого невозможна хозяйственная деятельность предприятия. Недостаточность финансового обеспечения может создать непреодолимые трудности, так как финансовые потоки обеспечивают не только производственный процесс, но и другую деятельность предприятия. Финансовые решения в области финансового менеджмента принимаются на основе анализа, экономического обоснования и прогноза результата, выбора оптимального варианта привлечения и размещения денежных средств в интересах достижения поставленной цели. Выбор цели является наиболее ответственным моментом при выработке и принятии финансового управленческого решения. Цель формирует стратегию развития и тактику последующих действий, позволяет оценить результаты принятых решений и эффективность реализуемых мероприятий. Если целью является состояние объекта управления, то принимаемые финансовые решения должны обеспечивать максимизацию результата при минимизации затрат на его получение.

Для каждого из основных объектов финансового менеджмента на предприятии будут свои показатели результативности, но все они

будут подчинены достижению главной цели — максимизации результатов деятельности предприятия, повышению его рыночной стоимости.

Текущая инвестиционная и финансовая деятельность требует адекватных решений, соразмерных складывающейся конъюнктуре рынка и реализуемой финансовой политике. Ценность принимаемых решений зависит не только от уровня квалификации и компетентности финансового менеджера, но и от оперативности его действий, профессиональной оценки положения собственного предприятия и контрагентов, представления последствий принятия финансового решения. Вместе с тем бесконечное количество факторов, влияющих на ситуацию, несовпадающая последовательность событий во времени, полнота и объем информации, уровень доступа к носителям и техническим средствам ее доставки требуют не только профессиональной оценки хозяйственной деятельности, но и необходимой в этом случае интуиции. Недостаточность информации всегда повышает риск, сопровождающий любое управленческое решение, и задача состоит в его минимизации путем получения более полного представления об объекте управления. Однако получение дополнительной информации требует не только времени, но и денежных затрат.

К внешним факторам воздействия следует отнести достижения техники, всеобщую глобализацию промышленных и финансовых рынков, колебания цен, налоговые асимметрии, операционные издержки, изменения в законодательстве, усиление конкуренции и другие факторы. Среди внутренних факторов, от которых зависит качественный уровень принимаемых финансовых решений, следует отметить такие, как необходимость обеспечения ликвидности предприятия, нерасположенность субъектов финансового управления (в том числе акционеров) к риску, высокий уровень специального образования финансовых менеджеров, возникающие противоречия их интересов и интересов собственников.

Условием высокого качества принимаемых решений является использование научных подходов финансового менеджмента, современной теории финансов как методологической основы развития финансовых отношений, применения методов количественного анализа. Представляя синтез науки и искусства, финансовый менеджмент при сугубо практической направленности не может быть осуществлен без теоретических построений систем организации финансов, рынков капитала, общих принципов теории управления. Финансовая теория

также тесно связана с бухгалтерским учетом, поэтому успешная реализация управленческих решений зависит от знания принципов бухгалтерской отчетности, специфики проводимой на предприятии учетной политики.

Процесс разработки финансовых решений зависит от уровня информационного обеспечения, умения анализировать полученные данные и синтезировать на их основе варианты возможных решений. Качество информации является определяющим фактором обоснованности принимаемого решения и эффективности финансового менеджмента. Оно должно удовлетворять следующим требованиям: достоверности, своевременности, достаточности, надежности, правовой корректности, адресности, возможности многократного использования, высокой скорости сбора, обработки и передачи информации, комплексности, возможности кодирования. Благодаря рациональной систематизации информации, распределения ее в соответствии с характером решаемых задач достигается высокий уровень эффективности финансового управления.

Залогом успешной реализации принимаемых решений является наличие нескольких вариантов; выбор одного из вариантов осуществляется с учетом времени, экономической эффективности, других последствий. Необходимо обеспечить сопоставимость альтернативных вариантов, количество которых должно быть не меньше трех, а в качестве базового варианта должен выступать более поздний по времени вариант, поскольку все рассматриваемые варианты сопоставляются в первую очередь по времени.

Принимаемое финансовое решение не должно противоречить существующим правовым нормам и должно иметь правовую обоснованность. В настоящее время принимаются новые законы, регулирующие взаимодействие между производителем и потребителем, продавцом и покупателем. Введение правовых ограничений в деятельность хозяйствующих субъектов обеспечивает взаимопонимание и грозит нарушителям штрафами или решением о полном прекращении работы предприятия.

В современных условиях от финансового менеджера требуются знание и постоянное изучение законодательных актов стран — партнеров по бизнесу. Таким образом, правовая защищенность принимаемых финансовых решений требует знания действующего законодательства и правовых актов.



Обязательным условием принятия финансового решения является реальность его осуществления. Для этого каждое решение должно иметь убедительное экономическое обоснование, подкрепленное необходимыми расчетами денежных средств и эффективности предполагаемых вложений. Развитие любого предприятия может быть успешно реализовано лишь в том случае, если оно будет обеспечено необходимыми финансовыми ресурсами.

## **Глава 3. Информационное обеспечение финансового управления**

---

### **3.1. Финансовая информация о деятельности предприятия**

Финансовое управление на предприятии может быть эффективным только в том случае, если субъекты управления будут иметь четкое представление о средствах и обязательствах предприятия, выручке и затратах, прибылях и налогах, фондах и ресурсах. Финансовая информация, отражающая деятельность предприятия, представляет собой систему показателей о движении денежных средств. Такая система пользуется как внешними, так и внутренними данными в процессе финансового анализа, планирования и принятия решений. Финансовые отчеты содержат только ту информацию, которая выражена в денежном измерении. Соизмеримость показателей обеспечивается благодаря общей стоимостной единице — деньгам, позволяющим суммировать и комбинировать получаемые сведения, воссоздавать и анализировать события, которые отражают финансовые показатели.

Однако не все характеристики хозяйственной деятельности могут быть выражены в денежных единицах. Это относится к ассортименту продукции, эффективности использования основных фондов, кадровому потенциалу, маркетинговым исследованиям и т.п. Возникающее несоответствие нивелируется способностью управленческого учета отражать не только стоимостные, но и натуральные показатели. Периодичность представления сведений в этом случае подчинена только необходимости принятия оперативных управленческих решений, а содержательная часть представляет коммерческую тайну и предназначена для внутреннего пользования. Умение читать, понимать и истолковывать финансовую отчетность и сопутствующую информацию позволяет реконструировать происшедшие хозяйственные операции и на этом основании готовить прогнозы и варианты

будущих финансовых решений. Таким образом, финансовый анализ выступает одним из важнейших конструктивных элементов финансового менеджмента, а его результаты являются основанием для принятия обоснованного финансового решения.

Внутренние источники информации в качестве основы имеют бухгалтерскую отчетность — такую информационную модель предприятия, которая благодаря своей унифицированности и общим стандартам годится для оценки имущественного и финансового положения предприятия. Однако частота получения такой информации невысока и связана с подготовкой квартальной или годовой отчетности. Финансовое состояние в этом случае оценивается по показателям, характеризующим основные результаты хозяйствования, изменение активов, состав и структуру капитала. Оценкой финансовой результативности является прибыль, полученная от операционной деятельности, внереализационных действий, реализации имущества и т.п. Общий итог — полученная предприятием прибыль или убыток за отчетный период.

Состав и структуру активов характеризуют показатели, отражающие состояние внеоборотных активов, производственных запасов и незавершенного производства, готовой продукции, средств в расчетах и денежных средств. Долгосрочные пассивы, собственные и приравненные к ним средства, другие показатели источников и обязательств предприятия дают представление о динамике капитала. Сложность использования информации в финансовом управлении объясняется обязательностью ежеквартального представления баланса предприятия, отчета о финансовых результатах и других форм.

Финансовая информация о деятельности предприятия содержится не только в отчетных формах, разрабатываемых с установленной периодичностью. Она есть и в оперативных сведениях о состоянии банковских счетов, плановых и фактических данных об объемах производства, отгрузки и продаж, ежедневных изменениях дебиторской и кредиторской задолженности, размеров производимых закупок сырья, материалов и других материальных ценностей, динамике производственных запасов и т.п.

Потребители финансовой информации о деятельности предприятия могут прибегать к различным источникам ее получения, причем полнота сведений будет определяться спецификой функций каждого из них по отношению к хозяйствующему субъекту. Для финансового менеджера информация должна быть доступной и полной. Для контрагента (предприятия-поставщика) главным является информация

о платежеспособности. Кредиторов прежде всего интересуют кредитоспособность заемщика, перспективы возврата предоставленных средств. Инвесторы заинтересованы в информации, характеризующей предприятие как объект надежного размещения средств, способный реализовать инвестиционную программу. Для собственников прежде всего интересна оценка рентабельности, прибыльности, а также уровень риска утраты капитала. Способность предприятия к устойчивому развитию, получению большей прибыли в будущем объединяет всех потенциальных пользователей информации о его финансовом состоянии.

### 3.2. Баланс предприятия, его активы и пассивы

Баланс предприятия — это отражение его финансового состояния на конкретный момент времени. Результаты движения финансовых потоков фиксируются в структуре капитала, размерах целевых фондов и активов, начисленной амортизации. Баланс представляет наибольший интерес для всех пользователей финансовой информации, поскольку именно он показывает зависимость предприятия от внешних и заемных источников финансирования, состояние отношений с поставщиками и покупателями, направления инвестиционной деятельности и источники ее финансирования. Данные баланса свидетельствуют о том, чем располагает предприятие, сколько оно должно поставщикам и кредиторам, что собой представляет собственный капитал. Любая хозяйственная операция ведет к изменению баланса, и при возможности его ежедневного составления можно наблюдать зависимость проводимых мероприятий и финансового состояния. Баланс представляет собой сопоставление активов и пассивов предприятия, т.е. денежных средств и имущества, с обязательствами предприятия по отношению к его владельцам и кредиторам.

В управлении предприятием баланс выступает важнейшим инструментом изучения и диагностики финансового равновесия, наблюдения за потенциальными факторами его нарушения. С помощью ликвидных средств предприятие должно погашать свои долги в установленные сроки, а также поддерживать функциональное равновесие между источниками и обязательствами, обеспечивая стабильность первых и целевое направление вторых. Это требование обуславливает два различных подхода в финансовом анализе: анализ ликвидности и возвратности; функциональный анализ. В первом случае в ка-

честве базы выступает традиционный бухгалтерский баланс, отражающий имущественное состояние предприятия в данный момент. Во втором — функциональный баланс, показывающий источники средств предприятия и направления их использования в основной деятельности (текущей, инвестиционной, финансовой).

Финансовый анализ баланса предполагает проведение горизонтального и вертикального анализа основных финансовых показателей предприятия. Горизонтальный анализ характеризует изменение показателей за отчетный период, вертикальный — удельный вес показателей в общем итоге (валюте) баланса. Динамика показателей на временном отрезке свидетельствует о происходящих изменениях экономического потенциала предприятия, его имущественного и финансового положения.

Содержание и структура баланса предприятия (табл. 1) регулируются нормативными актами (ПБУ 4/99). Различия в структуре балансов отдельных предприятий обусловлены отраслевыми особенностями их деятельности.

Таблица 1

## Баланс предприятия

Актив	Пассив
Внеоборотные активы	Собственный капитал
Запасы: производственные незавершенное производство готовая продукция	Задолженность со сроком платежа более одного года (долгосрочная, среднесрочная)
Денежные средства	Задолженность со сроком платежа менее одного года (краткосрочная)
Дебиторская задолженность	

Финансовое равновесие в балансе показывает, сможет ли предприятие выполнить свои обязательства в срок, реализовав свои активы. Если такой возможности нет, то это означает прекращение платежей и угрозу банкротства. Очевидно, что поддержание финансового равновесия и уменьшение риска неплатежей требуют определенного соотношения между степенью ликвидности активов и возможностью возврата кредиторской задолженности.

Внеоборотные активы — собственность, земля, здания, оборудование, не предназначенные для продажи в отчетном периоде. Актив-

вы, постоянно используемые в деятельности предприятия, показываются в балансе по стоимости их приобретения (создания) за вычетом накопленной амортизации.

В качестве самостоятельной позиции в составе внеоборотных активов в балансе отражаются нематериальные активы, используемые более одного года, приносящие доход права, возникающие из авторских и иных договоров, программ и баз данных, патентов на изобретения, ноу-хау и т.п.

Запасы представляют текущие оборотные активы, включающие производственные запасы, заделы незавершенного производства, готовую продукцию и пр. Эта часть активов может быть трансформирована в денежные средства в течение нормального цикла деятельности предприятия. Обычно продолжительность такого цикла не превышает одного года. Сюда же относятся расходы будущих периодов, оплаченные авансом текущие расходы в пределах одного года.

Денежные средства — средства на банковских счетах в форме аккредитивов и в других безналичных формах. В установленных законом суммах наличные денежные средства могут находиться в кассе предприятия. Денежные средства должны быть у предприятия в наличии, иначе его признают неплатежеспособным.

Дебиторская задолженность свидетельствует об отвлечении средств из оборота предприятия. Она может быть допустимой, обусловленной действующей системой расчетов, и просроченной, свидетельствующей о недостатках в организации финансово-хозяйственной деятельности.

К числу активов баланса относятся также инвестиции и фонды, т.е. вложения средств в ценные бумаги других предприятий и организаций, депозиты, целевые фонды долгосрочного использования, аккумулирующие средства для погашения собственных обязательств, формирования фондов производственного и социального развития.

Элементы пассива баланса можно разделить на две части: собственный капитал и привлеченный капитал (кредиторская задолженность). Долгосрочная, среднесрочная и краткосрочная задолженность предполагают группировки по платежам юридическим и физическим лицам в пределах одного года или более одного года. Собственный капитал предприятия определяет минимальный размер его имущества, гарантирующий интересы его кредиторов. В понятие собственного капитала включается уставный, резервный и дополнительный капитал. К этой части ресурсов могут быть также отнесены нераспре-

деленная прибыль, специальные фонды, созданные за счет прибыли, целевое финансирование

Краткосрочная кредиторская задолженность — обязательства по товарам и услугам, полученным (приобретенным), но не оплаченным, задолженность перед рабочими и служащими по начисленной, но не выплаченной заработной плате, не перечисленным по назначению налогам, полученные авансы, предварительная оплата, векселя к оплате. При недостатке собственных оборотных средств возникающая потребность в средствах может покрываться за счет краткосрочных банковских ссуд; такая задолженность тоже будет относиться к этой группе пассивов.

Долгосрочная и среднесрочная кредиторская задолженность включает срочные ссуды, предоставленные банками или финансовыми институтами, а также другие долговые обязательства, срок погашения которых выходит за пределы одного года. Эта часть пассивов имеет две характеристики: принципиал и процент. Принципиал означает абсолютную сумму долга, выплачиваемую при погашении. Процент — это процентная ставка за пользование кредитом, т.е. цена заимствования. К числу долгосрочных долговых обязательств могут быть также отнесены выпущенные в обращение облигации, арендная плата, ипотечные залоги и т.п.

### 3.3. Ликвидность и способы ее оценки

Среди критериев оценки финансового состояния предприятия ликвидность и платежеспособность являются приоритетными. Если платежеспособность рассматривать как текущую и перспективную возможность погашения собственных обязательств, то текущую платежеспособность можно приравнять к ликвидности, т.е. к способности предприятия погасить свои краткосрочные обязательства, реализуя текущие активы. Таким образом, ликвидное состояние предприятия означает способность его активов быть реализованными, превращенными в деньги. Степень ликвидности зависит от скорости такого превращения (в переводе с латинского ликвидность означает текучесть). Следовательно, предприятие будет ликвидным в большей или меньшей степени в зависимости от состава текущих активов и скорости их превращения в денежную форму для погашения срочной задолженности.

В составе пассивов также могут быть обязательства различной степени срочности, поэтому определение ликвидности предприятия предполагает сопоставление элементов актива и пассива баланса. Для этого обязательства предприятия группируются по степени их срочности, а активы — по степени быстроты реализации. К наиболее срочным обязательствам относятся те, которые должны быть погашены в течение месяца. Они сравниваются с суммой имеющихся у предприятия денежных средств, легко реализуемых ценных бумаг, т.е. со средствами, обладающими максимальной ликвидностью. Денежные средства являются главной составляющей ликвидных средств, так как в нормальных обстоятельствах обязательства погашаются в денежной форме. Если часть срочных обязательств остается непокрытой, она должна быть сбалансирована менее ликвидными активами: дебиторской задолженностью, векселями к получению, запасами товарно-материальных ценностей, которые могут быть легко реализованы на рынке.

Информация о платежеспособности предприятия наиболее наглядно может быть представлена набором коэффициентов, отражающих соотношение активов и пассивов предприятия и его краткосрочной задолженности. Достоинством коэффициентного метода оценки ликвидности является возможность сопоставления полученного результата с принятыми в практике нормативными значениями, что позволяет получить объективную информацию о финансовом состоянии предприятия.

Коэффициент автономии исчисляется как частное от деления итога первого раздела пассива баланса на сумму валюты баланса. Нормативное значение данного коэффициента составляет не менее 0,5. Превышение этого значения отражает рост финансовой независимости предприятия, уверенность в погашении своих обязательств, уменьшение риска финансовых затруднений.

Коэффициент соотношения собственных и заемных средств представляет соотношение величины обязательств предприятия и его собственных средств. Нормативное значение коэффициента равно 1.

Коэффициент маневренности собственного капитала определяется как соотношение собственных оборотных средств и всей суммы собственных источников средств. Собственные оборотные средства исчисляются по активу баланса как разность между суммой всех оборотных средств и краткосрочной задолженностью или по пассиву — как разность между суммой всех собственных источников средств,

увеличенной на заемные источники (среднесрочные и долгосрочные ссуды) для капитальных вложений, и итогом долгосрочных вложений по активу баланса.

Высокое значение коэффициента маневренности положительно характеризует финансовое состояние предприятия. Этот коэффициент не имеет нормативных значений и может существенно варьировать в зависимости от отрасли, в которой работает предприятие, и структуры его капитала.

Коэффициент абсолютной ликвидности определяется как отношение денежных средств и легко реализуемых ценных бумаг к краткосрочной задолженности предприятия. Он показывает, какую часть краткосрочной задолженности предприятие может погасить на дату составления баланса. Нормативное значение коэффициента — не менее 2.

Уточненный коэффициент ликвидности исчисляется как отношение денежных средств, ценных бумаг и дебиторской задолженности к краткосрочным обязательствам. Нормативное значение коэффициента — не менее 0,8—1,0. Этот коэффициент свидетельствует о платежных возможностях предприятия при своевременных расчетах с дебиторами, показывает, какая часть текущих обязательств может быть погашена за счет наличности, а также из ожидаемых поступлений за отгруженную продукцию, выполненные работы и оказанные услуги.

Коэффициент платежеспособности (или покрытия) рассчитывается как отношение всех текущих активов к краткосрочным обязательствам. Он свидетельствует о платежных возможностях предприятия при условии своевременных расчетов с дебиторами, а также при продаже запасов товарно-материальных ценностей. Нормативные значения коэффициента находятся в пределах 2—3. Коэффициент позволяет установить, во сколько раз текущие активы больше краткосрочных обязательств.

Коэффициент обеспеченности запасов и затрат собственными источниками рассчитывается как отношение величины источников собственных оборотных средств к стоимости запасов и затрат предприятия. Значение коэффициента больше 1 показывает излишки собственных средств в обороте, значение меньше 1 — недостаток собственных средств.

Коэффициент реальной стоимости имущества производственного назначения представляет соотношение суммы основных средств,



производственных запасов, незавершенного производства и валюты баланса. Коэффициент свидетельствует о том, насколько эффективно используются средства для осуществления предпринимательской деятельности. Минимальное нормативное значение коэффициента составляет 0,5.

Кроме перечисленных показателей оценки ликвидности и платежеспособности, предприятия могут также использовать коэффициенты второго порядка. Например, коэффициент чистой выручки, исчисляемый как частное от деления чистой прибыли с начисленной за отчетный период амортизацией на выручку от реализации, характеризует долю остатка денежной наличности в объеме продаж. Коэффициент перелива капитала, рассчитываемый в виде отношения внешних финансовых вложений к балансовой прибыли, свидетельствует о том, что предприятие имеет возможность использовать часть своей прибыли для вложений в другие предприятия.

Использование системы коэффициентов для оценки ликвидности предприятия позволяет не только получить достаточно полную картину его финансового состояния при разной степени ликвидности активов, но и дает возможность внешним пользователям информации судить о положении предприятия и целесообразности дальнейшего взаимодействия с ним. Например, для поставщиков сырья и материалов наибольший интерес представляет коэффициент абсолютной ликвидности, а для банка, кредитующего предприятие, более важным является коэффициент критической ликвидности. Держателей акций и облигаций, потенциальных покупателей ценных бумаг предприятия в большей степени будет интересовать значение коэффициента текущей ликвидности. Таким образом, каждая группа коэффициентов отражает определенную сторону финансового состояния предприятия.

## **ФИНАНСОВАЯ СРЕДА ПРЕДПРИНИМАТЕЛЬСТВА И ПРЕДПРИНИМАТЕЛЬСКИЕ РИСКИ**

### **Глава 4. Теоретические основы предпринимательских рисков**

---

#### **4.1. Финансовая микросреда предпринимательства**

Финансовая среда предпринимательства представляет совокупность хозяйствующих субъектов, действующих вне данного предприятия и влияющих на возможности финансового менеджмента размещать денежные средства и получать доходы

Финансовая среда предпринимательства состоит из микросреды и макросреды

Микросреда характеризуется субъектами, имеющими непосредственное отношение к данному предприятию и к возможностям его руководства по извлечению доходов. В нее входят поставщики, посредники, покупатели (клиенты), конкуренты, контактные аудитории

Макросреда представлена более широким окружением, оказывающим влияние на конъюнктуру рынка в целом, и включает природный, технический, политический, экономический, демографический и культурный факторы

Охарактеризуем субъектов, составляющих микросреду предпринимательства.

Поставщиками являются юридические и физические лица, обеспечивающие предприятие и его конкурентов производственными запасами, необходимыми для выпуска готовой продукции. Влияние поставщиков на финансовую деятельность предприятия значительно и может привести к отрицательным результатам. Повышение цен на предметы снабжения во многом обуславливает повышение цен на готовую продукцию предприятия. Непоставки тех или иных производственных запасов, их неритмичность, любые негативные события на предприятиях-поставщиках приводят к нарушению графиков отгрузки готовой продукции предприятия

Посредниками являются организации, помогающие предприятию в продвижении, распространении и сбыте готовой продукции среди покупателей и таким образом влияющие на величину получаемых доходов. Посредники бывают торговые (дилеры), по организации товародвижения, маркетинговые и финансово-кредитные.

Торговые посредники представляют организации, помогающие данному предприятию находить покупателей и непосредственно продавать им готовую продукцию. Необходимость существования торговых посредников обусловлена тем, что они обеспечивают удобные условия продажи готовой продукции с меньшими издержками, чем это сделал бы сам производитель. Удобство расположения создается дилерами за счет накопления запасов готовой продукции в местах нахождения самих покупателей. Удобство времени создается наличием готовой продукции в те периоды, когда спрос на нее особенно велик, что важно для товаров сезонного продвижения и продажи. Удобство приобретения готовой продукции заключается в продаже товара с одновременной передачей права пользования им.

Вместе с тем выбор и организация работы с торговыми посредниками являются для финансового менеджера отнюдь непростой задачей. Посреднические организации в настоящее время обладают достаточной мощностью и в состоянии диктовать свои условия производителю либо вообще не допустить его на рынки сбыта готовой продукции. Тем не менее в цепочке взаимоотношений производитель — торговый посредник первичным звеном является производитель в силу приоритетности сферы материального производства по сравнению со сферой распределения.

Посредники по организации товародвижения помогают производителю готовой продукции создавать запасы собственных изделий и осуществлять их транспортировку от мест производства до мест назначения. К ним относятся складские и транспортные организации.

Складские организации обеспечивают накопление и сохранность готовой продукции по пути ее продвижения. Транспортные организации перемещают запасы готовой продукции в места назначения. Для финансового менеджера весьма важным является выбор более экономичных методов отгрузки и транспортировки готовой продукции, а также учет таких факторов, как сохранность грузов, объемы и скорость их транспортировки.

Маркетинговые посредники представляют собой организации, занимающиеся маркетинговыми исследованиями, а также проблема-

ми предпринимательского риска, консалтинговые фирмы, рекламные агентства. Основное назначение таких посредников — помогать производителю точнее адресовать и продвигать готовую продукцию на подходящие рынки сбыта с возможно меньшим риском и большим извлечением дохода. Пользование их услугами является для производителя менее распространенным явлением.

К числу финансово-кредитных посредников относятся банки, кредитные учреждения, страховые компании, основное назначение которых помогать производителю финансировать сделки по приобретению производственных запасов и сбыту собственной готовой продукции и (или) страховать себя от предпринимательского риска, связанного с покупкой и продажей товаров. Практически все предприятия пользуются помощью финансово-кредитных посредников при финансовом обеспечении сделок. Существенное влияние на финансовое положение предприятия могут оказать повышение стоимости кредита и (или) сокращение возможностей кредитования, а также финансовые кризисы, парализующие работу финансово-кредитных посредников.

Клиенты бывают покупателями потребительского рынка, рынка производителей, рынка промежуточных продавцов, рынка государственных учреждений и международного рынка.

Покупатели потребительского рынка — физические лица, приобретающие товары или услуги в целях личного потребления.

Покупателями рынка производителей являются организации, приобретающие товары или услуги для дальнейшего использования в процессе производства и выпуска иной продукции.

Покупатели рынка промежуточных продавцов — физические и юридические лица, приобретающие товары или услуги для последующей перепродажи и извлечения собственной прибыли в сфере обращения.

Покупатели — государственные учреждения приобретают товары или услуги в целях собственного потребления, а также для использования в сфере коммунальных услуг или в целях благотворительности.

Покупатели международного рынка находятся за пределами страны производства товаров или услуг.

Среди конкурентов выделяют желания-конкуренты, товарно-родовые и товарно-видовые конкуренты, а также марки-конкуренты.

Желания-конкуренты — это те, которые покупатель, возможно, захочет удовлетворить. При наличии транспортных возможностей аль-

тернативными желаниями-конкурентами могут быть покупка автомашины или мотоцикла и т.д.

Товарно-родовые конкуренты — это основные способы удовлетворения желания выбранной ранее покупки, например определенного типа мотоцикла.

Товарно-видовые конкуренты — это разновидности одного и того же товара, способные удовлетворить конкретное желание покупателя, например разноцилиндровые виды мотоциклов.

Марки-конкуренты — это товары разных производителей, способные удовлетворить окончательно определившееся желание покупателя. В нашем случае это мотоциклы аналогичных типов и видов, но производимые разными фирмами.

Понимание того, как именно покупатели принимают решение, облегчает финансовому менеджеру выявление возможных конкурентов, мешающих предприятию продавать больше своей продукции. Основопологающей является конкуренция марок-конкурентов, так как именно они активно ограничивают возможности сбыта готовой продукции и получения доходов предприятием.

Контактные аудитории классифицируют по двум признакам: по характеру воздействия на интересы предприятия, по содержанию самих контактных аудиторий.

Под контактной аудиторией понимают любую группу, которая проявляет интерес к деятельности данного предприятия и может оказать влияние на его способность извлекать доход от реализации готовой продукции (услуг) в процессе хозяйственной деятельности.

По характеру воздействия контактные аудитории могут быть благотворными, искомыми и нежелательными.

Благотворные аудитории — это те группы, внимание которых к предприятию носит заинтересованный положительный характер (например, спонсоры).

Искомые аудитории — это те группы, в которых заинтересовано само предприятие, но не всегда их находит (например, пользователи средств массовой информации, группы депутатов).

Нежелательные аудитории — это те группы, интерес которых предприятие не должно привлекать, но обязательно вынуждено считаться с ним, если он проявляется (например, общества потребителей, налоговые органы и т.д.).

По содержанию контактные аудитории классифицируются на финансовые круги, группы средств информации, группы государ-

ственных учреждений, гражданские группы действий, местные группы, широкую публику, внутренние группы.

Финансовыми кругами называются те контактные аудитории, которые оказывают влияние на способность предприятия обеспечивать себя капиталом. К этой группе относятся банки и другие кредитные учреждения, инвестиционные компании, брокерские фирмы и акционеры. Финансовый менеджер должен добиваться их благосклонного расположения путем публикации годовых отчетов, ответов на вопросы, касающиеся финансовой деятельности, но не представляющие собой коммерческую тайну. Таким образом финансовым кругам предоставляются доказательства финансовой устойчивости и у них формируется благоприятный образ предприятия.

Контактные аудитории средств информации представляют собой организации, распространяющие новости, статьи и комментарии. Это телекомпании, радиостанции, газеты и журналы. Финансовый менеджер заинтересован в создании благоприятного образа предприятия в средствах массовой информации за счет рекламы собственной готовой продукции, публикации статей, допустим, о благотворительной деятельности.

При отношении к контактными аудиториям государственных учреждений финансовый менеджер должен учитывать все происходящие изменения в государственной сфере и адекватно реагировать на них. Например, он должен своевременно откликаться на государственные требования и запреты в области экологического контроля, прав покупателей, безопасности производства и готовой продукции, правдивых сведений в рекламе и т.д.

К контактными аудиториям гражданских групп действия относятся союзы потребителей, защитники окружающей экологической среды, представители религиозных, национальных меньшинств и т.п. В целях создания и поддержания благоприятного образа предприятия в этих группах целесообразно осуществлять постоянные контакты с ними или учитывать пожелания по отношению к хозяйствующему субъекту.

Местными контактными аудиториями являются окрестные жители и их общинные организации. Из-за близости своего проживания они проявляют больший интерес к деятельности предприятия, например, к производствам повышенной степени опасности (химическим и др.) они, как правило, будут относиться предубежденно, особенно к инновационным проектам с повышенным предпринимательским риском.

Для взаимоотношений с местными контактными аудиториями предприятию целесообразно иметь ответственного за связи с общиной, присутствовать на собраниях ее членов и взаимодействовать с представителями местных органов законодательной и исполнительной власти.

Широкая публика обычно не выступает по отношению к предприятию в качестве организованной силы, но от того, как она воспринимает образ предприятия, зависят результаты его коммерческой деятельности. Хозяйствующему субъекту следует постоянно внимательно следить за отношением широкой публики к производимой им продукции и к своей деятельности. В целях создания более благоприятного образа для широкой публики предприятию целесообразно делать пожертвования на благотворительные цели, избегать недобросовестной рекламы, разработать четкий порядок рассмотрения претензий покупателей и т.д.

К внутренним контактными аудиториям относятся собственные рабочие и служащие предприятия, управляющие, а также добровольные помощники. Как правило, если собственные рабочие и служащие позитивно настроены по отношению к своему предприятию, это отношение распространяется и на другие контактные аудитории. Для этого предприятию целесообразно издавать информационные бюллетени, чтобы своевременно информировать собственных работников об актуальных проблемах производства.

## 4.2. Финансовая макросреда предпринимательства

Характеристика финансовой макросреды предпринимательства включает природный, технический, политический, экономический, демографический и культурный факторы.

Воздействие природного фактора на среду предпринимательства характеризуется определенным дефицитом некоторых видов сырья, тенденцией к удорожанию энергоносителей, ростом загрязнения окружающей среды, вмешательством государства в процесс использования и воспроизводства природных ресурсов.

Проблема истощения невозобновляемых природных ресурсов (нефти, газа, угля), дефицита золота, платины, серебра, урана, олова, свинца и некоторых других металлов вынуждает при разработке инвестиционных проектов искать им замену. Нарастают проблемы экологического плана, связанные с использованием возобновляемых при-

родных ресурсов (продовольствия и леса). Истощение запасов нефти ведет к удорожанию ее стоимости. В настоящее время повышается интерес к поиску альтернативных источников энергии (солнечной, ядерной, ветровой и т.д.).

Появляются проблемы удаления отходов химических и ядерных производств, опасного содержания уровня ртути в водах морей, увеличения озоновых дыр в атмосфере Земли и засорении окружающей среды материалами, не поддающимися биохимическому разложению.

В связи с появлением этих тенденций финансовый менеджер должен иметь в виду, что государство будет решительно вмешиваться в процесс использования природных ресурсов, поэтому для того, чтобы получать необходимые для предприятия природные ресурсы, следует избегать загрязнения окружающей среды.

Воздействие технического фактора на среду предпринимательства проявляется в ускорении научно-технического прогресса, возможностях новых технологий, росте ассигнований на НИОКР, внедрении небольших усовершенствований в готовую продукцию, ужесточении государственного контроля за качеством и безопасностью товаров.

Возможности новых технологий могут коренным образом преобразовать производственные процессы, а также готовую продукцию (например, создание оборудования для опреснения морской воды, электромобилей, робототехники).

Абсолютная величина ассигнований на НИОКР возрастает во многих развитых странах в следующем порядке по отраслям промышленности: ракетно-космическая, авиационная, электротехническая, средств связи, химическая, машиностроительная, металлообрабатывающая, автомобильно-транспортная.

Повышается внимание к внедрению небольших усовершенствований в готовую продукцию. Многие предприятия вместо того, чтобы рисковать с инновациями, предпочитают усовершенствование существующих товаров.

Ужесточение государственного контроля за качеством и безопасностью товаров отражает растущие требования к этим параметрам со стороны покупателей, а также настоятельную необходимость избежания аварий и техногенных катастроф.

Учет финансовым менеджером основных тенденций воздействия технических факторов макросреды на предпринимательскую деятельность позволит ему в большей мере соответствовать современным требованиям хозяйственной деятельности.



Воздействие политического фактора макросреды на предпринимательскую деятельность проявляется в увеличении числа законодательных актов, регулирующих эту деятельность, повышении требований государственных учреждений, следящих за соблюдением законов.

Увеличение числа законодательных актов необходимо, чтобы защитить предприятия от недобросовестной конкуренции и предотвратить возможности сговора на рынках сбыта готовой продукции, защитить потребителей от недобросовестных производителей.

В связи с этими тенденциями финансовому менеджеру необходимо внимательно следить за изменением законодательства при размещении (инвестировании) средств предприятия.

Величина доходов конкретного предприятия во многом определяется уровнем покупательной способности населения, который зависит от текущих доходов, сбережений населения, цен на готовую продукцию, от доступности кредита, а в более широком смысле — от экономических спадов, финансовых кризисов, наличия безработицы. Финансовый менеджер должен знать, как распределяются доходы по отдельным категориям населения с учетом географических различий в их структуре.

Воздействие демографического фактора на предпринимательскую деятельность проявляется в резком увеличении рождаемости за счет развивающихся стран, снижении рождаемости и старении населения промышленно развитых стран, повышении образовательного уровня и росте числа служащих.

Воздействие культурного фактора макросреды характеризуется приверженностью большинства населения основным традиционным культурным ценностям, наличием субкультур в рамках единой культуры.

Учет финансовым менеджером всех составляющих микро- и макросреды предпринимательства является необходимым условием успешной деятельности по инвестированию средств и извлечению более высоких доходов (прибыли) для предприятия.

### 4.3. Теории предпринимательских рисков

В экономической науке можно выделить две основные теории предпринимательских рисков: классическую и неоклассическую.

Создание классической теории предпринимательских рисков связано с такими экономистами, как Милль, Сениор, Найт и др. Они

выделяли в структуре предпринимательского дохода две составляющие

- 1) процент как долю на вложенный капитал (или заработную плату капиталиста),
- 2) плату за риск как возмещение возможного риска в предпринимательской деятельности.

Экономический риск можно рассматривать либо как возмещение возможного дохода вследствие принятого решения, либо как получение убытков (наступления неблагоприятных последствий) вследствие реализации неудачного решения. Экономисты классического направления понимали экономический риск только как возможный ущерб вследствие экономического действия. С математической точки зрения риск в данной теории есть не что иное, как математическое ожидание потерь. Именно ориентация экономистов данной школы на одностороннее понимание экономического риска вызывала критику ее положений и явилась причиной создания иной теории предпринимательских рисков, получившей название неоклассической. Ее разработка связана с именами экономистов Маршалла, Пигу, а также экономистов скандинавской школы (Магнуссен и др.).

Основные положения неоклассической теории экономических рисков сводятся к следующему. Предприятие, работающее в условиях неопределенности с прибылью как случайно-переменной величиной, должно руководствоваться двумя положениями:

- 1) размерами ожидаемой прибыли;
- 2) величиной ее возможных колебаний (отклонений от ожидаемой величины).

Поведение предпринимателя в таких условиях определяется предельной полезностью, т.е. он должен выбрать тот вариант инвестирования средств, в котором колебания прибыли будут меньшими. Из неоклассической теории риска следует, что верная прибыль всегда будет иметь большую полезность, чем прибыль ожидаемого размера, связанная с возможными колебаниями. На этом основании Маршалл сделал вывод о том, что предпринимательский риск в целом неприемлем.

В настоящее время в чистом виде эти экономические теории не существуют, поскольку претерпели определенную трансформацию. Общераспространенной теорией экономического риска сейчас является неоклассическая с теми дополнениями, которые внес известный экономист Дж. Кейнс. Он впервые дал подробную классификацию

предпринимательских рисков, дополнив неоклассическую теорию фактором удовольствия. Основным недостатком предыдущей неоклассической теории Кейнс считал недооценку склонности к азарту, часто встречающейся в практике предпринимателей. По его мнению, ради большей прибыли предприниматель, как правило, идет на больший риск.

В настоящее время дисциплина предпринимательских рисков занимает виднейшее место в зарубежной литературе. Только в англоязычных странах выходит десяток специализированных журналов, посвященных проблемам исследования экономического риска. Существует Международный институт исследования проблем риска в г. Торонто (Канада). Риск исследуется применительно к управленческой и коммерческой областям деятельности, для биржевых и валютных операций

Особое изучение проблем экономического риска связано с получением дохода (прибыли). Ученые из Скандинавии и Германии добились успеха в этом направлении.

В зарубежной экономической литературе по этим вопросам наиболее сложной и актуальной считается проблема оптимального варианта инвестирования средств. Предприниматель в этом случае сталкивается с различными видами неопределенностей. В суммарном виде они образуют критическую неопределенность, при которой и возникает элемент риска. Тогда перед предпринимателем возникает сложная задача — определить степень риска по уровню допустимости, учитывая конъюнктуру рынка и другие факторы.

Отношение к изучению проблем экономического риска в нашей стране было противоречивым. В 20-е годы законодательно оформилось такое понятие, как нормальный производственно-хозяйственный риск. Однако в последующем, со становлением системы строго централизованного планирования и управления, такое изучение было объявлено ненужным. Тем не менее опыт развития других стран, в частности Китая, показал, что в категории экономического риска практически нет места идеологизации этого понятия.

Негативные последствия многих отечественных экономических решений, неумение количественно и качественно оценить степень экономических рисков постепенно привели к пониманию, что исследование этой дисциплины является настоящей необходимостью. В конце 70-х — начале 80-х годов XX века в нашей стране стало распространенным понятие технологического риска, что подготовило

изучение вопросов риска экономического. Однако отставание в этой области ощущается до сих пор. Можно выделить немногочисленные работы, посвященные решению финансовых задач в условиях рисков (С. Кошеленко, В. Чернов), страхованию рисков (Д. Назаров), рисковому или венчурному капиталу (В. Лебедева, А. Стерлин и др.), значению риска в инновационной деятельности (А. Зайченко, А. Пригожин), соотношению риска и управления (С. Макаров). Вместе с тем интерес к изучению данной дисциплины постепенно нарастает, что вызвано объективной необходимостью развития рыночных отношений в стране.

#### 4.4. Сущность и функции предпринимательских рисков

До сих пор не сложилось однозначного толкования сущности предпринимательских рисков даже в зарубежной экономической литературе из-за сложности самого понятия, использования его для обозначения других экономических понятий, недостаточного теоретического изучения этого явления в отечественной экономике, игнорирования его в российском хозяйственном законодательстве.

В общем виде можно выделить два основных определения сущности экономического риска. Первое состоит в том, что риск рассматривается в виде возможного ущерба (финансовых, материальных и иных потерь) от реализации принятого решения. Второе — в том, что риск рассматривается с точки зрения возможной удачи, получения дохода или прибыли от реализации решения. В целом эти определения базируются на классической и неоклассической теории рисков.

Необходимо различать более широкое понятие общего риска и частное понятие экономического (предпринимательского) риска. Экономический риск проявляется при принятии хозяйственных решений в условиях неопределенности и представляет совокупность экономических, политических, экологических, моральных и других последствий, которые могут произойти в результате осуществления этого решения.

Для раскрытия содержания экономического риска обычно используют термины «ситуация риска» и «осознание риска». Каждый индивидуум в процессе хозяйственной деятельности сталкивается с ситуациями, которые не имеют однозначного решения. Неопределенная ситуация требует выбора нескольких решений, имеющих

различную вероятность осуществления. Таким образом, необходимость принятия одного из нескольких решений в неопределенной обстановке обозначается понятием «ситуация риска». Если индивидум при этом понимает, что он столкнулся с ситуацией риска, то факт такого понимания обозначает понятие осознания риска. Осознание подобной ситуации позволяет разрешить неопределенность путем принятия одного из вариантов решений.

Понятие экономического риска включает не только наличие рискованной ситуации и ее осознание, но и принятие решения на основе количественного и качественного анализа риска. Таким образом, сущность предпринимательского риска предполагает принятие решений, отвечающих критериям оценки риска.

По нашему мнению, наиболее удачным определением предпринимательского риска является его трактовка как деятельности субъектов хозяйственной жизни, связанной с преодолением неопределенности в ситуации неизбежного выбора, в процессе которой имеется возможность оценить вероятности достижения желаемого результата, неудачи и отклонения от цели, содержащиеся в выбираемых альтернативах<sup>1</sup>.

Как и любая экономическая категория, предпринимательские риски выражают свою сущность в функциях. Наиболее общепринятыми считаются две функции: регулирующая и защитная.

Регулирующая функция рисков имеет два аспекта — негативный и позитивный. Негативный аспект состоит в том, что принятие и реализация решений с необоснованным риском ведут к волюнтаризму, крайним проявлением которого является авантюризм. Эта разновидность риска объективно содержит значительную вероятность невозможности достижения цели при реализации решения. Действие негативного аспекта регулирующей функции риска выступает в качестве дестабилизирующего фактора в хозяйственной практике.

Позитивный аспект данной функции риска выполняет роль своеобразного катализатора при принятии экономических решений. Практически этот аспект проявляется в деятельности инновационных банков, инвестиционных фондов, особенно венчурных (рисковых) фирм классического западного типа.

Защитная функция риска также имеет два аспекта: историко-генетический и социально-правовой. Первый аспект объективно свя-

<sup>1</sup> Альгин А. Грани экономического риска.— М.: Мысль, 1991.

зан с тем, что для страхования рисков отдельные индивидуумы и хозяйственные организации вынуждены создавать средства защиты от негативных явлений, стихийных бедствий и т.д. в форме страховых (резервных) фондов, фондов риска, финансовых резервов предприятий.

Основное содержание социально-правового аспекта защитной функции риска состоит в необходимости обеспечения права на хозяйственный риск и закрепления его в законодательном порядке как категории правомерности экономического риска. Такая категория права предусмотрена в хозяйственном законодательстве большинства зарубежных стран и регламентирует экономические гарантии, исключющие в случае неуспеха наказание работника, пошедшего на обоснованный риск. Эти гарантии вообще рассматриваются как необходимое условие для предпринимателя на обоснованный риск. В российском законодательстве понятие правомерности экономического риска и необходимые в этом случае гарантии пока отсутствуют, что сдерживает применение обоснованных рискованных решений в хозяйственной практике, а также размывает границы ответственности за последствия решений, принятых в результате бесхозяйственности и некомпетентности руководителей.

#### 4.5. Виды предпринимательских рисков

Впервые классификация предпринимательских рисков представлена в трудах Дж. Кейнса. По его мнению, стоимость товара должна включать величину затрат, связанных с повышенным износом оборудования, изменениями рыночной конъюнктуры и цен, а также с разрушениями в результате аварий и катастроф, которые он называл издержками риска, необходимыми для компенсации отклонений фактической выручки товара от ожидаемой величины.

Дж. Кейнс отмечал, что в экономической сфере целесообразно выделять три основных вида предпринимательских рисков.

Прежде всего, это риск предпринимателя или заемщика. Этот вид риска возникает только тогда, когда в оборот направляются собственные деньги и предприниматель сомневается, удастся ли ему действительно получить ту выгоду, на которую он рассчитывает.

Второй вид предпринимательского риска — риск кредитора. Он встречается там, где практикуются кредитные операции, и связан с сомнением в обоснованности оказанного доверия в случае предна-

меренного банкротства или попыток должника уклониться от выполнения собственных обязательств. Сомнение может вызывать также достаточность обеспечения ссуды в случае невольного банкротства заемщика, когда расчеты на получение предполагаемого дохода не оправдываются.

Третий вид предпринимательского риска — риск инфляции. Он связан с возможным уменьшением ценности денежной единицы и позволяет сделать вывод о том, что денежный заем всегда менее надежен, чем реальное имущество. Кроме того, инфляция отрицательно отражается на инвестировании средств (особенно в долгосрочной перспективе) и ставит должников в привилегированное положение по сравнению с кредиторами.

По мнению Дж. Кейнса, все эти виды предпринимательских рисков требуют предварительной количественной и качественной оценки.

При определении основных понятий в области классификации предпринимательских рисков различают собственно предпринимательские риски и систему предпринимательских рисков. Последнее понятие гораздо шире: помимо собственно предпринимательских рисков рассматриваются вопросы менеджмента рисками, страхования предпринимательских рисков, распределения риска по субъектам, изменения рискованных условий и др.

Собственно предпринимательские риски делятся на риски на национальном уровне (в пределах экономики одной страны) и на международные риски (затрагивающие экономику разных стран).

Риски на национальном уровне включают:

- риски на макроэкономическом уровне, охватывающие экономику в целом;
- риски на микроэкономическом уровне, затрагивающие отдельные предприятия-производители, учреждения, организации или физические лица.

Остановимся сначала на характеристике экономических рисков макроэкономического уровня.

Среди таких рисков можно выделить общегосударственный и локальный риски. Субъектами общегосударственного риска выступают высшие органы государственной власти. Понятие локального риска связано с осуществлением более частных, специфических задач и проявляется на отраслевом или на региональном уровнях управления хозяйством.

В целом общегосударственный риск возникает при разработке стратегии развития экономики, принятии концепции преобразований, выборе и реализации различных вариантов и приоритетов в развитии страны. Определение приоритетных направлений является главным и в настоящее время, поскольку при переходе от строго централизованной системы управления к развитию рыночного хозяйства выбор приоритетов и очередности решения задач становится жизненно важным делом в масштабах страны.

Риски классифицируют по субъектам, видам и проявлениям. Субъектом риска называется юридическое или физическое лицо, находящееся в ситуации риска и осознающее это. Обычно выделяют три субъекта предпринимательских рисков:

- 1) предприятия-производители;
- 2) физические лица (отдельные индивидуумы, получатели дохода);
- 3) прочие субъекты (организации непромышленной сферы деятельности, включая правительственные органы).

Видом предпринимательского риска называется группировка ситуаций, близких по осознанию риска и поведению в рискованных ситуациях. В современной экономической литературе отмечают существенные разногласия по вопросу о числе видов риска. В некоторых классификациях приводится до десяти — тринадцати различных видов предпринимательских рисков<sup>1</sup>. При всем разнообразии подходов к классификации рисков можно выделить несколько основных его видов:

- производственные (чистые);
- инвестиционные и инновационные;
- финансовые;
- товарные;
- комплексные;
- банковские.

Последний вид рисков выделяют в отдельную позицию в силу важности и специфичности отдельных его проявлений, однако иногда исследуют в числе финансовых рисков.

Под проявлением предпринимательского риска понимается сочетание отдельного субъекта с отдельным видом риска. Проявление риска является более частным понятием вида риска, так как по одному и тому же виду риска может быть несколько проявлений, кон-

<sup>1</sup> Магнуссен Г. Производство в условиях риска.— Стокгольм, 1963.



кретизирующих его. Кроме того, по одному и тому же виду риска для разных субъектов будут существовать различные проявления предпринимательских рисков.

Выделим основные проявления рисков по видам для важнейших субъектов — предприятий-производителей.

Среди производственных рисков основными проявлениями являются риски остановки производства и неритмичности работы предприятия, а также стихийных бедствий, катастроф и аварий (наводнений, землетрясений, пожаров т.д.). Производственные риски в свою очередь делятся на риски в сфере промышленного производства и в прочих сферах (главным образом в сфере сельскохозяйственного производства).

Инвестиционные риски для предприятий-производителей проявляются в основном на стадиях подготовки проекта и его реализации.

Основным проявлением финансовых рисков для предприятий-производителей является угроза банкротства. К этому виду рисков относят финансовые риски неполучения дохода и риски по операциям с ценными бумагами.

Товарные риски для предприятий-производителей проявляются главным образом в рисках дефицита товара и отсутствия спроса на него.

Основным проявлением комплексных рисков является риск инфляции.

Основными проявлениями банковских рисков выступают риски кредитные, процентные, ликвидности банка, по депозитным операциям и расчетам, а также банковским злоупотреблениям.

Разумеется, подобная классификация рисков по их видам и проявлениям условна, так как невозможно, например, установить четкие различия между инвестиционными и финансовыми рисками.

Основные проявления рисков у физических лиц:

- при производственных рисках — потеря трудоспособности;
- при финансовых рисках — невыполнение обязательств и операции с ценными бумагами;
- при товарных рисках — безработица.

Основными проявлениями рисков для прочих юридических лиц являются финансовый валютный риск, товарный риск спроса на общественные услуги, комплексный риск реакции фирм и потребителей на правительственные мероприятия в экономической сфере и т.д.

## Глава 5. Управление финансовыми рисками

### 5.1. Финансовое состояние предприятия и риск банкротства

Банкротство — сложная категория, которую следует рассматривать с различных сторон: юридической, организационной, финансовой и др. С 1 марта 1993 г. введен в действие Закон РФ от 19 ноября 1992 г. № 3929-1 «О несостоятельности (банкротстве) предприятия», согласно которому под несостоятельностью (банкротством) предприятия понимается неспособность удовлетворять требования кредиторов по оплате товаров (работ, услуг), включая неспособность обеспечить обязательные платежи в бюджет и внебюджетные фонды, в связи с превышением обязательств над имуществом или в связи с неудовлетворительной структурой баланса. Юридическое лицо считается не способным удовлетворить требования кредиторов, если его обязательства не исполнены в течение трех месяцев с момента наступления даты исполнения.

Причины возникновения банкротства делятся на объективные и субъективные.

Объективные причины связаны с общеэкономической ситуацией в стране и практически неустранимы на уровне предприятия. Однако их необходимо учитывать при планировании и прогнозировании финансовых результатов производственно-хозяйственной деятельности предприятия. Объективными причинами являются нестабильная политическая и экономическая ситуация в стране, высокие темпы инфляции, кризис неплатежей, замедление платежного оборота, несовершенство законодательной и нормативной базы, несовершенная налоговая и денежная политика государства, недостатки в работе финансово-кредитной системы страны, неблагоприятная рыночная конъюнктура и др.

Субъективные причины вытекают непосредственно из хозяйственной деятельности предприятия и являются следствием его неудовлетворительной работы. К ним относятся неоправданно высокие затраты на производство и реализацию продукции, снижение качества продукции и ее невостребованность, длительный производственный цикл, неэффективное использование ресурсов, в том числе финансовых, снижение объемов производства и продаж, рост внешней задолженности другим предприятиям и бюджету, необоснованное увеличение дебиторской задолженности, низкий уровень пла-

нирования и прогнозирования, недостаточная квалификация сотрудников.

Как правило, банкротству предшествует полоса финансовых затруднений и последующее ухудшение финансового состояния предприятия. В принципе, банкротство можно заранее спрогнозировать и принять необходимые меры для его предотвращения. Существует много методов прогнозирования финансового состояния предприятия с позиции его потенциального банкротства.

Одним из основных методов является оценка возможного банкротства путем финансового анализа конкретных параметров деятельности предприятия, отражающих реальное финансовое состояние и в «концентрированном виде» угрозу банкротства в будущем. Основу анализа составляет сравнение фактических показателей с плановыми или нормативными за определенный период времени и расчет возможных отклонений в динамике. Если в процессе анализа выявляется увеличение размера негативных отклонений, это сигнализирует об опасности банкротства.

Основным достоинством данного метода является возможность определения угрозы банкротства предприятия уже на ранней стадии ее возникновения и принятия своевременных мер по нейтрализации негативных явлений. Таким образом, метод имеет предупредительный характер.

Постановлением Правительства РФ от 20 мая 1994 г. № 498 «О некоторых мерах по реализации законодательства о несостоятельности (банкротстве) предприятий» установлена система критериев для определения неудовлетворительной структуры баланса неплатежеспособного предприятия. Признание предприятия неплатежеспособным и имеющим неудовлетворительную структуру баланса не означает признание его банкротом. Эти показатели имеют индикативный характер, показывая собственнику имущества неустойчивость его финансового состояния.

Структура баланса предприятия признается неудовлетворительной, а предприятие неплатежеспособным, если выполняется одно из следующих условий:

1) коэффициент текущей ликвидности на конец отчетного периода меньше 2;

2) коэффициент обеспеченности собственными оборотными средствами меньше 0,1.

При неудовлетворительной структуре баланса для определения ближайших перспектив в финансовом состоянии предприятия рассчитывается коэффициент восстановления его платежеспособности ( $K_{\text{восст}}$ ), определяемый как соотношение расчетного коэффициента текущей ликвидности ( $K_{\text{тек л рас}}$ ) к нормативному коэффициенту текущей ликвидности ( $K_{\text{тек л норм}}$ ):

$$K_{\text{восст}} = K_{\text{тек л рас}} : K_{\text{тек л норм}} \quad (1)$$

Этот показатель является условно-расчетным и показывает возможности предприятия восстановить свою платежеспособность в течение шести месяцев. Алгоритм его расчета приводится в нормативных документах и заключается в следующем:

$$K_{\text{восст}} = [K_{\text{тек л к}} + 6 : T : (K_{\text{тек л к}} - K_{\text{тек л н}})] : 2, \quad (2)$$

где  $K_{\text{тек л к}}$  — фактическое значение коэффициента текущей ликвидности на конец отчетного периода;  
 $K_{\text{тек л н}}$  — фактическое значение коэффициента текущей ликвидности на начало отчетного периода;  
 6 — период восстановления платежеспособности, мес ;  
 T — отчетный период, мес ;  
 2 — нормативное значение коэффициента текущей ликвидности.

Если значение коэффициента восстановления меньше 1, то предприятие в ближайшие шесть месяцев не в состоянии восстановить платежеспособность. Если значение коэффициента восстановления больше 1, то для предприятия существует реальная возможность восстановить свою платежеспособность. В этом случае принятие решения о признании структуры баланса неудовлетворительной, а самого предприятия неплатежеспособным откладывается на срок до шести месяцев.

Если структура баланса является удовлетворительной, для проверки финансовой устойчивости предприятия может применяться коэффициент утраты платежеспособности ( $K_{\text{утр}}$ ) на срок три месяца, который рассчитывается следующим образом:

$$K_{\text{утр}} = [K_{\text{тек л к}} + 3 : T : (K_{\text{тек л к}} - K_{\text{тек л н}})] : 2. \quad (3)$$

Если коэффициент утраты платежеспособности больше 1, то в ближайшие три месяца предприятие имеет реальную возможность сохранить свою платежеспособность, если меньше 1, то предприятию угрожает потеря платежеспособности.

По итогам проведенных расчетов может быть принято одно из следующих решений:

1) о признании структуры баланса предприятия неудовлетворительной, а предприятия неплатежеспособным;

2) о реальной возможности предприятия-должника восстановить свою платежеспособность;

3) о реальной возможности утраты предприятием своей платежеспособности.

Некоторые предприятия оказываются неплатежеспособными по причине задолженности государства перед ними. Под задолженностью государства понимаются не исполненные в срок обязательства полномочного органа государственной власти или субъекта Российской Федерации по оплате заказа, размещенного на данном предприятии и являющегося для него обязательным к исполнению. В этом случае оценка текущей ликвидности предприятия основывается на предположении о своевременном погашении государством задолженности предприятию и рассчитывается по следующей формуле:

$$K_{\text{тек.л}} = (ТА - ГЗ) : (ТО - ГЗ - Z), \quad (4)$$

где ТА — текущие активы;  
 ТО — текущие обязательства,  
 ГЗ — сумма государственной задолженности,  
 Z — сумма платежей по обслуживанию задолженности государства перед предприятием

Сумма платежей по обслуживанию задолженности государства перед предприятием определяется по формуле

$$Z = \sum_{i=1}^n p_i \times t_i \times S_i : 100 : 360, \quad (5)$$

где  $p_i$  — объем государственной задолженности по  $i$ -му неисполненному обязательству государства;  
 $t_i$  — период задолженности по  $i$ -му непогашенному обязательству государства,  
 $S_i$  — годовая учетная ставка Банка России,  
 $n$  — количество обязательств государства перед предприятием.

Таким образом, платежеспособность предприятия определяется по скорректированному коэффициенту текущей ликвидности. Неплатежеспособность предприятия будет зависеть от государственной задолженности, если значение скорректированного коэффициента текущей ликвидности не меньше 2. Неплатежеспособность предприя-

тия не признается зависящей от государственной задолженности, если значение скорректированного коэффициента текущей ликвидности меньше 2.

Приведенная методика оценки неплатежеспособности предприятия является достаточно простой и доступной, так как все необходимые показатели содержатся в отчетности предприятия, расчеты осуществляются в короткие сроки, а результаты являются наглядными для всех групп пользователей. Однако она имеет ряд недостатков, которые существенно влияют на точность и качество производимых расчетов. Прежде всего, это одномоментный (разовый) характер используемых показателей — на начало и на конец отчетного периода без учета их динамики в течение года. Этот недостаток присущ многим финансовым коэффициентам. Другим недостатком является экстраполяционный характер коэффициента восстановления (утраты) платежеспособности: при его расчете тенденции изменения показателя текущей ликвидности в отчетном периоде автоматически переносятся на будущий период, не учитывая возможности восстановления платежеспособности. Более правильным было бы рассчитывать его на базе финансового прогноза деятельности предприятия на предстоящий период:

$$K_{\text{восст}} = K_{\text{тек.л.прогноз}} : K_{\text{тек.л.норм}} \quad (6)$$

По мнению многих аналитиков, установление критерия коэффициента текущей ликвидности, равным 2, является существенно завышенным, так как не учитывает реальной экономической ситуации в России и отраслевых особенностей деятельности предприятия.

Другим методом, позволяющим заблаговременно предотвратить ситуацию банкротства, является анализ финансовых потоков. В процессе анализа рассматриваются четыре группы показателей:

- 1) поступление средств;
- 2) величина расходов;
- 3) сальдо поступлений и расходов;
- 4) наличие средств на счете.

Если последний показатель в каком-либо периоде является отрицательным (по прогнозу), это сигнализирует о возможном появлении долгов, что может привести к банкротству. Фактически это первый признак банкротства.

Второй признак банкротства связан с нерациональным использованием заемных средств. Если их размер равен или меньше разме-

ра возвращенных заемных средств, то они фактически не используются в обороте предприятия для производственно-хозяйственной деятельности. При этом плата за кредит уменьшает размер собственных средств, что приводит к убыткам и банкротству.

В некоторых странах угроза несостоятельности предприятия наступает, если предприятие-должник в момент наступления срока платежа не в состоянии его осуществить, так как имеет отрицательное сальдо полученных и исходящих выплат.

Метод анализа финансовых потоков имеет положительные и отрицательные стороны. Достоинством его является простота и наглядность расчетов. Однако предприятию сложно запланировать с определенной точностью объемы и сроки предстоящих поступлений и выплат на длительную перспективу, особенно в случае непредвиденных отклонений от показателей финансовых планов и прогнозов.

Еще один метод, распространенный в экономически развитых странах, построен на системе критериев, по которым можно распознать признаки надвигающегося банкротства и принять решения, позволяющие его избежать. В каждой стране существуют специально разработанные рекомендации, содержащие перечень таких показателей. Эти индикаторы можно разделить на две группы.

К первой группе относятся показатели, свидетельствующие о реальных финансовых затруднениях, которые могут трансформироваться в банкротство предприятия в будущем, если не принять кардинальные меры. К ним относятся:

- увеличивающиеся потери и убытки в производственно-хозяйственной деятельности предприятия;
- рост сверхнормативных и ненужных товарно-материальных ценностей и производственных запасов;
- значительный удельный вес физически и морально устаревшего производственного оборудования;
- рост просроченной кредиторской и дебиторской задолженности;
- постоянные нарушения договорных обязательств и платежной дисциплины;
- недостаток оборотных средств;
- хроническая нехватка финансовых ресурсов для обеспечения хозяйственной деятельности, уменьшение поступлений денежных средств от хозяйственных операций, что ведет к увеличению доли займов в структуре капитала предприятия;
- неправильная реинвестиционная политика;

- неблагоприятные изменения в портфеле заказов;
- затруднения в получении кредитов банка;
- падение рыночной стоимости ценных бумаг, выпускаемых предприятием.

Во вторую группу входят показатели, неудовлетворительные значения и динамика которых не всегда приводят к значительному ухудшению финансового состояния предприятия, а тем более к банкротству. Однако в случае их игнорирования или при неблагоприятных для предприятия условиях угроза банкротства может стать реальной. Основными негативными показателями являются:

- неэффективные инвестиции;
- недостаточная диверсификация деятельности предприятия;
- нарушение ритмичности производственного процесса;
- недостаток научно-технических достижений в производстве, низкий уровень технической оснащенности;
- нестабильные доходы предприятия;
- авантюристическая финансовая политика руководства;
- уменьшение дивидендных выплат и др.

Достоинством этого метода является системный подход, простота и доступность для предприятий любых отраслей. Одним из недостатков — субъективность, так как финансовый менеджер должен, основываясь на интуиции и знаниях, оценить сложившуюся ситуацию и принять соответствующее решение. Однако в условиях многокритериальной задачи существуют большие сложности при принятии решения. Многие из показателей не имеют финансового характера и не могут быть рассчитаны количественно. Кроме бухгалтерской требуется дополнительная информация из других источников. Несмотря на это учет и анализ данных показателей в практике прогнозирования банкротства имеет очень важное значение.

Для оценки вероятности банкротства в зарубежной практике широко используются количественные методы, такие, как Z-модели, разработанные Альтманом в 1968 г. Модель Альтмана представляет дискриминантную линейную функцию с различным числом переменных. В зависимости от этого различают двух-, пяти- и семифакторные модели. Параметры дискриминантной функции рассчитываются путем статистической выборки по обанкротившимся или избежавшим банкротства предприятиям.

В качестве переменных используют финансовые коэффициенты, характеризующие деятельность предприятия. Так, в двухфактор-



ной модели переменными величинами являются коэффициент текущей ликвидности (или коэффициент покрытия) и коэффициент концентрации заемных средств (доля заемного капитала в общей сумме источников).

Двухфакторная модель Альтмана представляет расчет количественного индикатора  $Z$ :

$$Z = -0,3877 - 1,0736 K_1 + 0,0579 K_2, \quad (7)$$

где  $K_1$  — коэффициент текущей ликвидности;  
 $K_2$  — коэффициент концентрации заемных средств.

Чем выше значение  $Z$ , тем больше вероятность банкротства. При  $Z = 0$  вероятность банкротства в течение ближайших двух лет гипотетически равна 50%. При  $Z < 0$  вероятность наступления банкротства меньше 50%, при  $Z > 0$  вероятность банкротства увеличивается и начинает превышать 50%.

Достоинством данной модели является простота, а недостатком — невысокая точность прогноза, так как здесь не учитывается влияние множества других важных факторов на финансовое состояние предприятия.

К сожалению, эта модель не подходит для российской практики, так как значения параметров данной функции рассчитаны на основе статистической отчетности зарубежных стран. Для адаптации этой модели необходимо провести пересчет указанных параметров на базе статистики обанкротившихся предприятий в России.

С целью устранения недостатков двухфакторной модели Альтманом была разработана пятифакторная модель прогнозирования банкротства, которая в настоящее время широко применяется на практике и имеет следующий вид:

$$Z = 1,2 K_1 + 1,4 K_2 + 3,3 K_3 + 0,6 K_4 + 1 K_5, \quad (8)$$

где  $K_1$  — отношение собственных оборотных средств к сумме активов;  
 $K_2$  — отношение нераспределенной прибыли к сумме активов;  
 $K_3$  — отношение балансовой прибыли (до уплаты налогов и процентов) к сумме активов;  
 $K_4$  — отношение рыночной стоимости обыкновенных и привилегированных акций к балансовой оценке заемного капитала (долгосрочного и краткосрочного);  
 $K_5$  — отношение выручки от реализации к сумме активов.

Согласно этой модели чем больше значение  $Z$ , тем меньше вероятность банкротства. Если  $Z < 1,8$ , вероятность банкротства очень

высока. При значениях  $Z$  в интервале от 1,81 до 2,7 — вероятность высокая, от 2,8 до 2,9 — возможная, при  $Z \geq 3$  — маловероятная

Главным достоинством этой модели является высокая точность прогноза: она достигает 95% на период до одного года и 83% — на период до двух лет. Основной недостаток модели заключается в том, что ее можно применять главным образом для крупных компаний, котирующих свои акции на бирже. В России, например, рассчитать показатель  $K_4$  вообще не представляется возможным

Выход — определить рыночную стоимость акции предприятия расчетным путем как курсовую стоимость по формуле

$$K_a = \frac{D}{r} \times H, \quad (9)$$

где  $K_a$  — курс акции,  
 $D$  — дивиденды,  
 $r$  — норма ссудного процента,  
 $H$  — номинал акции

Некоторые экономисты считают, что можно заменить рыночную стоимость акционерного капитала стоимостью уставного и добавочного капиталов

В 1977 г. Альтман разработал семифакторную модель прогнозирования банкротства, которая позволяет предвидеть банкротство на период до 5 лет с точностью до 70%. В качестве переменных величин она включает следующие показатели:

- рентабельность активов;
- динамику прибыли;
- коэффициент покрытия процентов по кредитам;
- кумулятивную прибыльность;
- коэффициент покрытия (текущей ликвидности);
- коэффициент автономии;
- совокупные активы.

Однако применение этой модели затруднено из-за сложности получения информации внешними пользователями.

Просчитав с достаточной точностью финансовый кризис предприятия, необходимо предпринять корректирующие действия и предотвратить банкротство. Существует много способов минимизировать угрозу банкротства. Их можно объединить в две группы: финансовые и производственные

К финансовым можно отнести следующие мероприятия:

- отказ от убыточных производств,
- снижение дивидендных выплат;

- снижение расходов, особенно непроизводительных;
- продажа части основных фондов с целью снижения креди горской задолженности,
- увеличение уставного капитала путем дополнительной эмиссии акции;
- получение долгосрочной ссуды;
- получение государственной финансовой поддержки на безвозмездной или возвратной основе

Производственные факторы, минимизирующие банкротство, включают

- расширение маркетинговой работы;
- повышение эффективности использования всех ресурсов предприятия,
- диверсификацию производства;
- совершенствование технической базы;
- привлечение антикризисного управляющего.

## 5.2. Система управления финансовыми рисками

Финансовый риск — это риск, возникающий при осуществлении финансовых операций.

Управление финансовыми рисками представляет собой совокупность приемов и методов, уменьшающих вероятность появления этих рисков или локализующих их последствия. Управление финансовыми рисками является одним из важнейших направлений деятельности финансового менеджера, требующим глубоких знаний экономики и финансов предприятий, математических и статистических методов, страхового дела и т.п. В крупных западных компаниях на управление рисками финансовый менеджер затрачивает до 45% рабочего времени

С точки зрения своевременности принятия решения по предупреждению и минимизации потерь можно выделить три подхода к управлению рисками

1) активный подход означает максимальное использование менеджером средств управления рисками для минимизации их последствий. При этом подходе все хозяйственные операции осуществляются после проведения мероприятий по предупреждению возможных финансовых потерь,

2) адаптивный подход основан на учете в процессе управления сложившихся условий хозяйствования, а само управление рисками

осуществляется в ходе проведения хозяйственных операций. При этом невозможно предотвратить весь ущерб в случае наступления рискованного события, а можно избежать лишь части потерь;

3) консервативный подход предполагает, что управляющие воздействия на финансовые риски начинаются после наступления рискованного события, когда предприятием уже получен ущерб. В этом случае целью управления является локализация ущерба в рамках какой-либо одной финансовой операции или одного подразделения.

Процесс управления финансовыми рисками включает несколько этапов. На первом этапе происходит определение тех видов рисков, с которыми может столкнуться предприятие. На втором — проводится анализ и количественная оценка степени риска. На третьем — осуществляется выбор методов управления рисками. На четвертом — данные методы применяются на практике и оцениваются результаты проведенных мероприятий.

Оценка финансовых рисков проводится с целью определения вероятности и размера потерь, характеризующих величину (или степень) риска. Она может осуществляться различными методами анализа: качественным, количественным или комплексным.

При помощи качественного анализа можно определить возможные виды риска, факторы, влияющие на уровень риска, а также потенциальные области риска.

Все факторы, влияющие на степень риска, можно разделить на внешние и внутренние. К внешним факторам относятся политическая и экономическая ситуация в стране и за ее пределами, законодательно-правовая основа предпринимательской деятельности, налоговая система, конкуренция, стихийные бедствия и др. К внутренним факторам можно отнести экономическую стратегию фирмы, степень использования ресурсов в производственно-хозяйственной деятельности, квалификацию работников, качество менеджмента и др.

В деятельности любой фирмы в условиях рыночной экономики можно выделить пять основных областей риска:

1) безрисковую область (фирма ничем не рискует и получает как минимум расчетную прибыль);

2) область минимального риска (фирма рискует частью или всей величиной прибыли);

3) область повышенного риска (в худшем случае фирма произведет покрытие всех затрат, в лучшем — получит прибыль намного меньше расчетной);

4) область критического риска (фирма рискует не только потерять прибыль, но и недополучить предполагаемую выручку; масштабы ее деятельности сокращаются, она теряет оборотные средства, влезает в долги);

5) область катастрофического риска (деятельность фирмы приводит к банкротству).

Качественный анализ может производиться различными методами, важнейшими из которых являются методы использования аналогов и экспертных оценок.

Метод использования аналогов предусматривает поиск и использование сходства, подобия между явлениями, предметами, системами. Его применяют, если использовать другие методы оценки риска не представляется возможным. Однако этот метод характеризуется субъективизмом, так как большое значение имеют знания и опыт аналитика.

Метод экспертных оценок реализуется путем обработки мнений опытных предпринимателей и специалистов, выступающих в качестве экспертов. Каждому работающему эксперту предоставляется перечень возможных рисков и предлагается оценить вероятность их наступления. Затем оценки экспертов подвергаются анализу на противоречивость; они должны удовлетворять следующему правилу: максимально допустимая разница между оценками двух экспертов по любому виду риска не должна превышать 50%, что позволяет устранить кардинальные различия в оценках вероятности наступления отдельного вида риска. В результате получают экспертные оценки вероятностей допустимого критического риска или наиболее вероятных потерь. При этом методе большое значение имеет правильный подбор экспертов.

При количественном анализе размеры отдельных рисков определяются математико-статистическими методами:

- оценки вероятности ожидаемого ущерба;
- минимизации потерь;
- использования дерева решений;
- анализом финансовых показателей деятельности предприятия.

Статистический метод изучает статистику потерь и прибылей на предприятии за определенный промежуток времени, устанавливает величину и частоту получения определенного результата; на основе этого составляется прогноз на будущее. С этой целью рассчитывают коэффициент вариации, который характеризует изменение количественной оценки признака при переходе от одного варианта к другому.

Коэффициент вариации ( $V$ ) — относительная величина, поэтому на его размер не оказывают влияния абсолютные значения изучаемого показателя. Он представляет собой отношение среднего квадратического отклонения ( $\sigma$ ) к средневзвешенному значению события ( $\bar{x}$ ) и определяется в процентах:

$$V = \sigma : \bar{x} \times 100. \quad (10)$$

Чем больше значение коэффициента вариации, тем сильнее изменение анализируемого признака. Эмпирически установлена следующая качественная оценка различных значений коэффициента вариации:

- до 10% — слабое изменение;
- от 10 до 25% — умеренное изменение;
- свыше 25% — высокое изменение.

Среднее ожидаемое значение события ( $\bar{x}$ ) является средневзвешенной величиной из всех возможных результатов с учетом вероятности наступления каждого результата и определяется по формуле

$$\bar{x} = \sum_{i=1}^n p_i \times x_i, \quad (11)$$

где  $x_i$  — абсолютное значение  $i$ -го результата;  
 $p_i$  — вероятность наступления  $i$ -го результата;  
 $n$  — число вариантов исхода события.

Среднее значение события представляет собой обобщенную количественную характеристику и не позволяет принять решение в пользу какого-либо варианта. Для окончательного решения определить степень отклонения ожидаемого значения от средней величины, мерами которой являются дисперсия ( $\sigma^2$ ) и среднее квадратическое отклонение ( $\sigma$ ).

Дисперсия представляет собой среднее взвешенное из квадратов отклонений действительных результатов от средних ожидаемых:

$$\sigma^2 = \sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2 \times p_i. \quad (12)$$

Дисперсия сигнализирует о наличии риска, но при этом не указывает направление отклонения от ожидаемого значения, так как разность берется в квадрате, а предпринимателю важен знак (плюс или минус) этого отклонения, чтобы знать, прибыль (+) или убыток (−) можно получить при сделке.

Среднее квадратическое отклонение определяется по формуле

$$\sigma = \sqrt{\sigma^2}. \quad (13)$$

Оно измеряется в тех же единицах, что и варьирующий признак.

Статистический метод может применяться и в несколько упрощенном виде. Известно, что риск инвестора характеризуется оценкой вероятной величины максимального и минимального доходов. При этом чем больше диапазон между ними при равной их вероятности, тем выше степень риска.

В этом случае для расчета дисперсии можно использовать следующую формулу:

$$\sigma^2 = P_{\max} \times (x_{\max} - \bar{x})^2 + P_{\min} \times (\bar{x} - x_{\min})^2, \quad (14)$$

где  $P_{\max, \min}$  — вероятность получения максимального и минимального доходов;  
 $x_{\max, \min}$  — максимальная, минимальная величина дохода;  
 $\bar{x}$  — средняя ожидаемая величина дохода.

Преимуществами статистического метода оценки предпринимательского риска являются его точность и несложность математических расчетов, а явным недостатком — необходимость большого количества исходных данных. Кроме того, метод не годится для новых предприятий.

Метод оценки вероятности ожидаемого ущерба основан на том, что степень риска ( $R$ ) определяется как произведение ожидаемого ущерба на вероятность того, что этот ущерб произойдет. Наилучшим является решение с минимальным размером рассчитанного показателя. Математически суть этого метода можно выразить в виде формулы:

$$R = A \times p_1 + (A + B) \times p_2, \quad (15)$$

где  $A$  и  $B$  — ущерб при принятии различных решений;  
 $p_1$  и  $p_2$  — степень вероятности получения ущерба.

Метод минимизации потерь основан на расчете возможных потерь при выборе определенного варианта решения задачи. С этой целью выделяют два вида потерь:

1) потери, вызванные неточностью изучаемой модели (объекта), или так называемый «риск изучения» ( $R_{\text{и}}$ ). Нельзя эффективно управлять объектом, о котором у менеджера существуют неясные представления;

2) потери, вызванные неточностью и неэффективностью управления, или «риск действия» ( $R_{\text{д}}$ ). Он связан с возможностью приня-

тия неверных решений и возникновением потерь в процессе исполнения этих решений.

Степень риска в настоящем и будущем дает сумма этих потерь:

$$R = R_{\text{н}} + R_{\text{д}}. \quad (16)$$

Еще одним важным методом исследования риска является моделирование задачи выбора с помощью дерева решений. Метод основан на графическом построении вариантов решений. Его используют тогда, когда решение принимается поэтапно или когда с переходом от одного варианта решения к другому меняются вероятности.

Дерево решений — прием, позволяющий наглядно представить логическую структуру принятия решений. Дерево решений создается при движении слева направо, а анализируется справа налево. По ветвям дерева соотносят субъективные и объективные оценки возможных событий. Следуя вдоль построенных ветвей и используя специальные методики расчета вероятностей, оценивают каждый путь и выбирают менее рискованный.

При создании дерева решений пункты принятия решения обозначаются квадратами, а узлы возникающих неопределенностей — кружками. Для каждого разветвления неопределенности рассчитывается вероятность положительного и отрицательного результатов, а в конце каждой финальной ветви указывается ожидаемый результат. При обратном анализе для каждого узла неопределенности рассчитывается математическое ожидание. Для каждого пункта принятия решения результат максимизируется. Лучшее решение принимается по максимальному результату.

Недостатками этого метода являются его трудоемкость и отсутствие учета влияния факторов внешней среды.

Важное значение для оценки предпринимательских рисков имеет математический метод, суть которого заключается в использовании для оценки риска критерия математического ожидания, критерия Лапласа и критерия Гурвица. Основным из них является критерий математического ожидания.

Исходные данные для расчета обычно представляются в виде таблицы (табл. 2).

В таблице  $X_{ij}$  обозначает результат, который можно получить от  $i$ -го решения при  $j$ -ом состоянии среды. Критерий математического ожидания определяется по формуле



$$K = \max_i M(x_i), \quad (17)$$

где  $M(x_i)$  — математическое ожидание результата для  $i$ -ой строки.  
Математическое ожидание рассчитывается по формуле

$$M(x_i) = \sum x_{ij} p_j, \quad (18)$$

где  $p_j$  — вероятность  $j$ -го состояния среды.

Таблица 2

Исходные данные для расчета рисков

Выбор варианта решения	Состояние среды (S) и его вероятность (p)		
	$S_1(p_1)$	$S_2(p_2)$	$S_j(p_j)$
$A_1$	$X_{11}$	$X_{12}$	$X_{1j}$
$A_2$	$X_{21}$	$X_{22}$	$X_{2j}$
$A_j$	$X_{j1}$	$X_{j2}$	$X_{jj}$

Оптимальным считается то решение, которому соответствует наибольший результат.

Если все состояния среды имеют равную вероятность, то для расчетов используется критерий Лапласа:

$$K = \max_i \sum_j x_{ij}. \quad (19)$$

Критерий Гурвица рассчитывается по формуле

$$K = \max_i \left[ \max_j x_{ij} \times \alpha + \min_j x_{ij} \times (1 - \alpha) \right], \quad (20)$$

где  $\max_j x_{ij}$  — лучший результат;  
 $\min_j x_{ij}$  — худший результат;  
 $\alpha$  — параметр оптимизма.

Решение принимается по максимальному значению критерия Гурвица.

Величина параметра  $\alpha$  принимается равной от 0 до 1 в зависимости от оценки ситуации менеджером: при оптимистическом подходе значение  $\alpha$  принимается больше 0,5, при пессимистическом — меньше 0,5. Если  $\alpha = 1$ , критерий Гурвица называется максимакс, или критерий азартного игрока. При  $\alpha = 0$  он называется максимин, или критерий пессимиста.

Использование критерия Гурвица страдает субъективизмом, так как параметр  $\alpha$  выбирается индивидуально

Оценка риска на основе анализа финансового состояния является одним из самых доступных и достоверных методов как для предприятия, так и для его партнеров.

Финансовое состояние предприятия — это комплексное понятие, включающее систему абсолютных и относительных показателей, отражающих наличие, размещение и использование финансовых ресурсов. Анализ финансового состояния позволяет определить финансовую устойчивость предприятия как критерий оценки предпринимательского риска. Зависимость между финансовой устойчивостью предприятия и риском прямо пропорциональна: при ухудшении финансового состояния предприятия возникает опасность возникновения комплекса финансовых рисков, одним из которых является риск банкротства.

Финансовое состояние предприятия характеризуется комплексом взаимосвязанных критериев. Наиболее объективный результат может быть получен на основании использования в процессе анализа как абсолютных, так и относительных критериев оценки.

Абсолютные критерии оценки деятельности предприятия могут быть двух типов: результативные и разностные. К результативным можно отнести такие итоговые показатели деятельности предприятия, как сумму выручки, оборот предприятия, сумму его активов и др. К разностным критериям относятся прибыль предприятия, чистый оборотный капитал (текущие активы — текущие обязательства) и др.

Анализ величины абсолютных показателей не может показать реального финансового состояния предприятия. Для его объективной оценки абсолютные показатели должны исследоваться за ряд лет в динамике, что не всегда возможно в современных условиях.

Для оценки уровня финансового риска особый интерес представляет система относительных показателей, или финансовых коэффициентов, расчет которых основан на данных бухгалтерской отчетности предприятия. За рубежом анализ проводится главным образом по данным годовой отчетности. В России в связи с неустойчивой экономической ситуацией целесообразно проводить такой анализ исходя из данных квартальной отчетности.

Значение определенного коэффициента само по себе дает мало информации для анализа. Необходимо провести пространственно-временное сравнение этих коэффициентов с нормативным их значе-

нием, а также с аналогичными показателями по родственным предприятиям, изучить их динамику за определенный период

Наиболее важными для анализа финансового состояния предприятия и предотвращения риска банкротства являются следующие финансовые показатели

- платежеспособности и ликвидности предприятия,
- финансовой устойчивости,
- рентабельности,
- деловой активности

Платежеспособность в первую очередь показывает надежность предприятия, так как характеризует его финансовое состояние и уровень финансового риска. Платежеспособность представляет способность предприятия в конкретный момент времени рассчитаться по всем долговым обязательствам собственными средствами. В зависимости от того, какие обязательства принимаются в расчет, различают краткосрочную и долгосрочную платежеспособность.

Оценка платежеспособности предприятия предполагает расчет следующих важнейших показателей:

- величины собственных оборотных средств,
- коэффициентов ликвидности, характеризующих состояние оборотных средств и краткосрочных обязательств;
- коэффициента обеспеченности текущей деятельности собственными оборотными средствами,
- коэффициента обеспеченности процентов по кредитам,
- коэффициента долгосрочной платежеспособности и др.

Собственные оборотные средства представляют собой величину превышения суммы оборотных средств над суммой краткосрочных обязательств предприятия. Их размер определяется разницей между общей величиной оборотных активов и суммой краткосрочных обязательств предприятия.

Под ликвидностью предприятия подразумевается наличие у него оборотных средств в размере, достаточном для погашения краткосрочных обязательств.

Платежеспособность и ликвидность предприятия тесно связаны друг с другом, но не тождественны. Так, платежеспособность предприятия может быть обеспечена в необходимые сроки за счет реализации высоколиквидных активов.

Для оценки платежеспособности предприятия используют коэффициент текущей ликвидности (коэффициент покрытия) ( $K_{\text{тек.л.}}$ ),

который показывает, в какой степени текущие обязательства (ТО) покрываются текущими активами (ТА):

$$K_{\text{тек.л}} = \text{ТА} : \text{ТО} = \text{ОС} : \text{КП}, \quad (21)$$

где ОС — оборотные средства,  
КП — краткосрочные пассивы (обязательства).

Значение коэффициента меньше 1 показывает наличие высокой степени финансового риска, так как нехватка денежных средств может привести к банкротству предприятия. Оптимальным считается значение, равное 2

Коэффициент абсолютной ликвидности ( $K_{\text{абс.л}}$ ), или коэффициент платежеспособности предприятия, показывает, какая часть краткосрочных обязательств (КП) может быть немедленно погашена за счет имеющихся денежных средств (ДС):

$$K_{\text{абс.л}} = \text{ДС} : \text{КП} \quad (22)$$

Для западных предприятий рекомендуемое значение нижней границы этого показателя находится на уровне 0,2, для российских — от 0,05 до 0,1. Это связано с тем, что у большинства предприятий временно свободные средства составляют незначительную величину, так как всегда должны находиться в обороте и приносить прибыль.

Коэффициент срочной ликвидности ( $K_{\text{ср.л}}$ ) показывает отношение наиболее ликвидной части оборотных средств (денежных средств, краткосрочных финансовых вложений, дебиторской задолженности) к краткосрочным обязательствам:

$$K_{\text{ср.л}} = (\text{ОС} - \text{ПЗ}) : \text{КП}, \quad (23)$$

где ПЗ — производственные запасы.

Коэффициент обеспеченности текущей деятельности ( $K_{\text{обеспеч}}$ ) предприятия собственными оборотными средствами (СОС) показывает, какая часть оборотных активов (ОА) финансируется за счет собственных средств предприятия:

$$K_{\text{обеспеч}} = \text{СОС} : \text{ОА}. \quad (24)$$

Коэффициент долгосрочной платежеспособности (К) характеризует финансовое состояние предприятия на длительный период и необходим для раннего выявления признаков банкротства. Он рассчитывается как отношение заемного капитала (ДЗ) к собственному капиталу (СК):

$$K = \text{ДЗ} : \text{СК}. \quad (25)$$

Увеличение доли заемных источников в структуре капитала повышает производственный и финансовый риск предприятия.

Коэффициент покрытия процента по долгосрочным ссудам ( $K_{\text{покр}}$ ) показывает, во сколько раз чистая прибыль (ЧП) предприятия превышает величину процентов по ссудам (Р) и какую максимальную величину уменьшения прибыли может допустить предприятие, чтобы не потерять своей платежеспособности:

$$K_{\text{покр}} = (\text{ЧП} + \text{Р}) : \text{Р} \quad (26)$$

Экономической сущностью финансовой устойчивости предприятия является обеспеченность его запасов и затрат источниками формирования, как собственными, так и заемными.

Различают четыре типа финансовой устойчивости предприятия.

1. Абсолютная финансовая устойчивость отмечается, если величина запасов и затрат меньше размера собственных оборотных средств и краткосрочных кредитов и займов:

$$З < \text{СОС} + \text{КЗ}, \quad (27)$$

где  $З$  — затраты и запасы;  
 $\text{СОС}$  — собственные оборотные средства;  
 $\text{КЗ}$  — краткосрочная задолженность

2. Нормальная финансовая устойчивость гарантирует платежеспособность предприятия в полном объеме при соблюдении следующего условия:

$$З = \text{СОС} + \text{КЗ}. \quad (28)$$

3. Неустойчивое финансовое положение ведет к нарушению платежеспособности предприятия при следующем соотношении:

$$З = \text{СОС} + \text{КЗ} + \text{ДЗ}, \quad (29)$$

где  $\text{ДЗ}$  — долгосрочная задолженность.

4. Кризисное финансовое состояние предприятия характеризуется недостаточностью финансовых ресурсов для финансирования необходимых затрат и формирования запасов и выражается формулой:

$$З > \text{СОС} + \text{КЗ}. \quad (30)$$

При анализе финансовой устойчивости предприятия используют различные финансовые показатели, важнейшими из которых являются коэффициенты:

- соотношения заемных и собственных средств;

- маневренности собственных оборотных средств;
- автономии (или финансовой независимости);
- обеспеченности собственными оборотными средствами;
- покрытия инвестиций и др.

Коэффициент соотношения заемных и собственных средств ( $K_{\text{заем ср}}$ ) показывает, какая часть деятельности предприятия финансируется за счет собственных средств, а какая — за счет заемных

$$K_{\text{заем ср}} = \frac{ЗК}{СК}, \quad (31)$$

где  $ЗК$  — заемный капитал,  
 $СК$  — собственный капитал

Этот коэффициент имеет особое значение для предприятия: чем он выше, тем больше у предприятия долговых обязательств и тем выше риск банкротства. Его оптимальное значение должно быть меньше 1

Другим показателем финансовой устойчивости предприятия является коэффициент маневренности собственных оборотных средств ( $K_{\text{маневр}}$ ), который определяется по формуле

$$K_{\text{маневр}} = \frac{СОС}{СК}. \quad (32)$$

Он показывает, какая часть собственных средств предприятия вложена в наиболее мобильные активы. Чем он выше, тем больше у предприятия возможностей маневрировать собственными средствами. Нормальное значение этого коэффициента должно превышать 0,5.

Важным для оценки финансовой устойчивости предприятия является коэффициент автономии, или финансовой независимости ( $K_{\text{авт}}$ ), который определяется следующим образом:

$$K_{\text{авт}} = \frac{СК}{ИБ}, \quad (33)$$

где  $СК$  — собственный капитал,  
 $ИБ$  — общая сумма капитала

Этот коэффициент характеризует деловую активность предприятия, показывая долю средств собственника, вложенную в общую стоимость имущества. Он имеет важное значение для кредиторов, так как определяет степень их риска на вложенный в предприятие капитал. Оптимальным считается значение коэффициента менее 0,5, но оно может быть и меньше, если для расширения производства привлечены долгосрочные ссуды. Чем выше доля собственного капитала в общем объеме привлеченных ресурсов, тем выше финансо-

вая независимость предприятия, его финансовая устойчивость и стабильность

Обратным ему является коэффициент финансовой зависимости ( $K_{\text{фин завис}}$ ), который определяется по формуле

$$K_{\text{фин завис}} = \text{ИБ} / \text{СК} \quad (34)$$

Коэффициент обеспеченности собственными оборотными средствами ( $K_{\text{обеспеч}}$ ) определяется как отношение величины собственных оборотных средств к величине запасов и затрат (З):

$$K_{\text{обеспеч}} = \text{СОС} : \text{З} \quad (35)$$

Его величина должна быть больше или равна 0,1 в соответствии с нормативными документами Российской Федерации. Он показывает наличие собственных оборотных средств, необходимых для обеспечения финансовой устойчивости предприятия.

Коэффициент покрытия инвестиций ( $K_{\text{покр инв}}$ ) характеризует долю собственного капитала и долгосрочных обязательств в общей сумме активов предприятия:

$$K_{\text{покр инв}} = (\text{СК} + \text{ДЗ}) : \text{ИБ}. \quad (36)$$

Нормальное значение коэффициента составляет около 0,9, критическое — ниже 0,75.

Важное экономическое значение для анализа финансовых рисков имеет оценка прибыльности предпринимательской деятельности. Относительными показателями, характеризующими ее, являются показатели рентабельности, которые свидетельствуют об уровне доходности как самого предприятия, так и его продукции.

Показатели рентабельности с разных позиций отражают эффективность хозяйственной деятельности предприятия. Можно выделить две группы показателей рентабельности, в которых прибыль сопоставляется либо с ресурсами предприятия, либо с показателями, характеризующими совокупный доход в виде выручки от реализации продукции, выполнения работ и оказания услуг.

В настоящее время существует множество коэффициентов рентабельности в зависимости от интересов пользователя. Многие зависят от выбора показателей, характеризующих эффективность деятельности предприятия. Так, в числителе может быть валовая прибыль, маржинальная прибыль или чистая прибыль. Не менее важное значение имеет и выбор показателя, стоящего в знаменателе формулы





Финансовые коэффициенты, характеризующие деловую активность предприятия, отражают эффективность основной производственной деятельности, а также направления использования компанией своих активов для получения доходов. Основными из них являются:

- общий коэффициент оборачиваемости капитала предприятия;
- коэффициент оборачиваемости собственных средств;
- коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности.

Общий коэффициент оборачиваемости капитала ( $КО_{\text{общ}}$ ) определяется как отношение выручки от реализации ( $V$ ) продукции к итогу баланса предприятия (стоимости его имущества):

$$КО_{\text{общ}} = V : ИБ. \quad (43)$$

Коэффициент оборачиваемости собственных средств ( $КО_{\text{собств}}$ ) отличается от общего коэффициента оборачиваемости тем, что в знаменателе стоит величина собственного капитала ( $СК$ ) предприятия:

$$КО_{\text{собств}} = V : СК. \quad (44)$$

Коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности ( $К_{\text{деб задол}}$ ) характеризует количество оборотов, которые совершает дебиторская задолженность ( $ДЗ$ ) предприятия, и рассчитывается по формуле

$$К_{\text{деб задол}} = V : ДЗ. \quad (45)$$

Анализ финансовых коэффициентов, характеризующих реальное состояние предприятия, является крайне важным и необходимым для своевременной диагностики возможного банкротства. Систематический контроль финансового состояния позволяет оперативно выявлять негативные стороны в работе предприятия и принимать меры по их ликвидации.

Главной задачей при выборе метода управления риском на третьем этапе является уменьшение степени вероятного риска до максимально низкого уровня. Этого можно добиться различными методами, важнейшими из которых являются: избежание возможных рисков, лимитирование концентрации риска, передача риска, хеджирование, диверсификация, страхование и самострахование, повышение уровня информационного обеспечения хозяйственной деятельности.

Под избежанием возможных рисков понимается отказ от любого мероприятия, связанного с риском, или разработка мероприятий, которые полностью их исключают. Однако при этом предприятие ли-

шается возможности получения дополнительной прибыли, что отрицательно сказывается на его экономическом развитии и эффективности использования собственного капитала.

Поскольку некоторых рисков вообще невозможно избежать, возникает необходимость использования других методов снижения риска. Кроме того, избежание одного вида риска может привести к возникновению другого, более сложного. Прежде чем отказаться от проведения рискованной операции, следует проанализировать возможности использования других способов минимизации финансовых рисков. Незначительные потери можно учитывать как оперативные расходы, заранее уменьшив на них сумму прибыли.

Лимитирование концентрации финансовых рисков производится путем установления определенных нормативов в процессе осуществления хозяйственной деятельности. Система финансовых нормативов может включать такие показатели, как предельный размер кредита для одного клиента, максимальный удельный вес заемных средств, используемых в хозяйственной деятельности предприятия, максимальный размер вклада, размещаемого в одном банке, максимально допустимый размер расходования какого-либо вида ресурсов, максимальный период обращения дебиторской задолженности и др.

Передача (трансфер) риска является эффективным методом минимизации финансовых рисков. Суть его заключается в том, что предприятие-трансфер путем заключения договора передает риск предприятию (трансфери), принимающему его на себя. При этом цена сделки должна быть приемлемой для обеих сторон. Трансфери за определенную плату берет на себя обязательства по эффективной минимизации риска трансфера, имея для этого соответствующие возможности и полномочия. Этот договор является выгодным для обеих сторон, так как трансфери может иметь больше возможностей для уменьшения риска, лучшие позиции для контроля за хозяйственной ситуацией и риском. Кроме того, размер потерь для него может оказаться не столь значительным, как для предприятия, передающего риск.

Передача риска осуществляется путем заключения контрактов различных типов. К ним относятся:

- 1) строительные контракты, когда все риски, связанные со строительством, берет на себя строительная фирма;
- 2) аренда, когда при заключении договора значительная часть рисков передается арендатору, однако часть рисков остается на собственнике;

3) контракты на хранение и перевозку грузов, когда транспортная компания берет на себя риски, связанные с гибелью или порчей продукции во время ее транспортировки;

4) договоры факторинга (финансирование под уступку денежного требования), когда передается кредитный риск предприятия.

Хеджирование осуществляется предприятиями, работающими в тех сферах предпринимательства, где движение цен на товары может оказать отрицательное влияние на прибыль.

Хеджирование (буквально — ограждение от потерь) представляет собой механизм уменьшения риска финансовых потерь, основанный на использовании производных ценных бумаг, таких, как форвардные и фьючерсные контракты, опционы, свопы и др. В этом случае фактически минимизируются инфляционные, валютные и процентные риски.

Фьючерсы предусматривают покупку или продажу финансовых или материальных активов в будущем на определенную дату, но по цене, зафиксированной на момент заключения контракта. Заключая фьючерсный контракт, предприятие получает гарантию получения товаров в нужный срок по нужной цене, снижая инфляционные риски и риск неосуществления поставки. Используют два основных вида хеджирования:

1) длинный хедж, когда фьючерсный контракт покупают в ожидании роста цен;

2) короткий хедж, когда фьючерсный контракт продают для защиты от снижения цен.

Суть механизма хеджирования и использования фьючерсных контрактов заключается в 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 том же объеме как покупатель фьючерсных контрактов на то же самое количество активов, и наоборот. Но предприятие может и отказаться от контракта, если будет иметь более выгодные условия с другим поставщиком.

При использовании опциона в основе сделки лежит премия, которую предприятие уплачивает за право продать или купить в течение предусмотренного срока ценные бумаги, валюту и т.д. в определенном количестве и по фиксированной цене. Опцион дает право купить или продать актив, но владелец опциона не обязан завершать сделку. Как правило, в условиях инфляции реальная цена товара выше

его цены по опциону. Кроме того, опцион, как и фьючерс, можно перепродать с определенной прибылью для предприятия.

Рынки фьючерсов и опционов обеспечивают защиту предприятия от изменений, которые происходят между текущим моментом и моментом, когда сделка должна завершиться. Но эта защита требует определенных затрат.

В основе свопов лежит обмен финансовыми активами с целью снижения возможных потерь. Свop — это обмен обязательствами по платежам, в котором обе стороны договора обмениваются предпочтительными для них видами платежных средств или порядком проведения платежей. Свop происходит потому, что партнеры выбирают условия другого контракта, более выгодного для них, например, обменивают фиксированные ставки ссудного процента на плавающие, или платежи в валюте одной страны на платежи в валюте другой страны, или сроки наступления платежей и др.

Диверсификация как метод снижения финансовых рисков заключается в распределении усилий и ресурсов между различными видами деятельности обычно при формировании валютного, кредитного, депозитного, инвестиционного портфеля предприятия. Механизм диверсификации позволяет минимизировать валютные, процентные, инвестиционные и некоторые другие виды рисков.

Диверсификация видов деятельности может быть вертикальная и горизонтальная. Вертикальная диверсификация предполагает распределение ресурсов между абсолютно различными, несхожими видами деятельности, горизонтальная — распределение ресурсов между разными предприятиями сходного профиля деятельности.

Валютный риск снижается путем формирования валютного портфеля предприятия из различных видов валют.

Депозитный риск уменьшается за счет размещения денежных средств в нескольких различных банках. При этом доходность портфеля не должна снижаться.

Инвестиционный риск минимизируется с помощью формирования портфеля ценными бумагами различных эмитентов, а также реального инвестирования ресурсов в инвестиционные проекты с различной отраслевой и территориальной направленностью.

Таким образом, с помощью диверсификации происходит усреднение отдельных видов финансовых рисков предприятия. Но не все виды финансовых рисков могут быть уменьшены с помощью диверсификации.

Эффективным методом минимизации риска является страхование и его разновидность — самострахование. Страхование можно отнести к такому методу передачи риска, где в роли трансфера выступает страховая компания. Сущность страхования состоит в том, что предприятие готово отказаться от части своих доходов, чтобы избежать риска. Однако данный метод имеет ряд ограничений. Во-первых, цена страхования должна соотноситься с размером возможного убытка. Во-вторых, не все виды рисков принимаются к страхованию страховщиком, а только те, потери от которых он может оценить. Кроме того, есть риски, не страхуемые в принципе.

Лучшим видом страхования является комплексная защита. Если это невозможно, целесообразно выделить из всей группы рисков те, которые влекут за собой наибольшие потери.

Разновидностью страхования является самострахование, когда в качестве страховщика выступает само предприятие. Суть самострахования заключается в создании на предприятии резервных фондов, предназначенных для покрытия непредвиденных расходов и убытков. Резервные фонды могут создаваться в денежной форме, в виде страховых запасов товарно-материальных ценностей, целевых денежных фондов в системе бюджетов предприятия.

При всех положительных сторонах этого метода минимизации рисков страховые фонды отвлекают из оборота предприятия значительный объем материальных и финансовых ресурсов, в результате чего эффективность использования собственного капитала снижается, возникает необходимость в привлечении внешних источников финансирования, что ведет к возникновению других видов финансовых рисков.

Важное значение в управлении рисками имеет повышение уровня информационного обеспечения хозяйственной деятельности. Как правило, решения принимаются в условиях неопределенности экономической среды и ограниченности информации. Сделать более точный прогноз и тем самым снизить риск можно, только обладая полной и достоверной информацией. Таким образом, информация превращается в товар, а торговля ею — в сферу предпринимательства. В этих условиях важной задачей менеджера является правильное определение цены информации. При этом необходимо сопоставить возможные прибыли, получаемые от владения информацией, и убытки, возникающие при ее отсутствии.

### 5.3. Ответственность и предпринимательский риск

Одной из характерных черт предпринимательской деятельности является экономическая свобода и самостоятельность предприятия в принятии хозяйственных решений. Обратной стороной такого положения является экономическая ответственность за результаты своей деятельности перед работниками, другими предприятиями, обществом в целом.

В процессе осуществления хозяйственной деятельности предприятие не только пользуется своими правами и полномочиями, но и выполняет определенные обязанности. При этом основой успеха является соблюдение разумного баланса между правами и обязанностями. Наличие прав при полном отсутствии обязанностей может иметь негативные последствия в виде всевозможных злоупотреблений, преднамеренного нанесения ущерба, принятия необоснованных и опасных решений. Наличие многочисленных обязанностей при отсутствии прав ведет к сложностям при выполнении хозяйственных задач, подавлению любой инициативы и творчества и как следствие — к низкой эффективности производства.

В настоящее время необходимость рисковать является одним из условий успешной деятельности предпринимателя. Но риск может стать дестабилизирующим фактором, если решение принимается необоснованно, носит авантюристический характер.

Важной проблемой в процессе управления риском является разработка специальных мероприятий, устанавливающих степень ответственности за риск руководителей и отдельных работников предприятий. Это связано с тем, что осуществление рискованных мероприятий часто приводит к негативным последствиям не только для самого предприятия, но для других предприятий, государства и общества в целом.

Ответственность является неотъемлемым элементом общегосударственного устройства. Ее можно рассматривать с двух сторон. С одной стороны, ответственность представляет собой административные, уголовные, экономические, политические и другие санкции за нарушение законов, инструкций и правил, действующих в обществе. С другой стороны, ответственность рассматривается как комплекс мер, предусматривающих законодательно закрепленную защиту членов общества от нарушителей закона. Вместе с тем в результате установления обоснованных ограничений этой ответственности долж-

на обеспечиваться защита предприимчивых, творческих людей, допустивших в своей деятельности отрицательный результат, т.е. их право на ошибку.

Отсутствие правового регулирования ведет к безответственности за последствия решений, являющихся результатом бесхозяйственности и некомпетентности. Для защиты инициативных работников, стимулирования рискованных операций также необходимо правовое регулирование рискованной деятельности.

Таким образом, в обществе должна быть создана социальная, правовая, политическая и экономическая система защиты предпринимателей от возможного наказания в случае неудачи. Если таких гарантий нет, у предпринимателя не будет стимула осуществлять рискованные операции.

Отношение к неудачам предпринимателей у общества в целом должно формироваться с учетом того, что каждый имеет право на неудачу и она не должна отражаться ни на деловой репутации предпринимателя, ни на дальнейшей судьбе его бизнеса. Право на ошибку является неотъемлемым атрибутом экономической самостоятельности хозяйствующего субъекта, а не преднамеренными действиями или профессиональной непригодностью.

Практическая реализация этого принципа связана с внедрением в уголовное, хозяйственное и трудовое законодательство категории правомерного риска. В современных условиях право на риск имеет очень важное значение. В основах уголовного законодательства Российской Федерации уже предусмотрено понятие хозяйственного и профессионального риска и освобождение от уголовной ответственности в связи с ним. Однако здесь не содержится определения правомерности экономического риска, которое ставится в зависимость от неправовых категорий, таких, как современные научно-технические решения и т.п.

Экономический риск можно считать правомерным, если он является единственно возможным средством осуществления конкретных хозяйственных задач, если с помощью специальной методики определены благоприятные и неблагоприятные последствия, если прогнозируемые положительные результаты существенно превышают вероятность и размеры возможного ущерба.

При этом риск должен быть разумным. При определении разумного риска некоторые экономисты предлагают исходить из соотношения 70 : 30, т.е. решение принимается, если предприниматель

на 70% уверен в успехе. Для России наиболее удачным соотношением считается 80 : 20, допускающее только 20% неудачи предпринимателя.

Ответственность за риск должна быть разграничена не только между хозяйствующими субъектами. Государство обязано взять на себя (и берет) часть риска. В нашей стране это проявляется в государственных субсидиях, выдаваемых на безвозмездной и возмездной основе предприятиям, пострадавшим в результате наступления непредвиденных ситуаций по не зависящим от них причинам. Государство также полностью или частично возмещает предприятиям сельского хозяйства ущерб от засухи, ураганов и других катастрофических явлений за счет специальных резервов и накоплений от доходов, полученных в других отраслях, т.е. осуществляет перенос риска из одной сферы в другую. Кроме того, в министерствах и объединениях предприятий создаются страховые и резервные фонды.

Большую роль в стимулировании инициативы предпринимательства призваны сыграть инновационные банки и венчурный капитал. Инновационные банки предоставляют предприятиям кредит на осуществление рискованных операций, связанных с внедрением новых технологий и новых видов продукции, техническим совершенствованием производства.

Венчурный капитал также предназначен для финансирования новаторских начинаний и формируется за счет взносов отдельных вкладчиков, корпораций, правительства, ведомств, страховых компаний, банков, университетов, пенсионных фондов. Средства, вложенные в него, не могут изыматься ранее оговоренных сроков, соответствующих периоду становления новой фирмы и возмещения венчурных затрат, которые составляют 8—10 лет. Венчурный капитал используется на самых передовых направлениях научно-технического прогресса.



# ФИНАНСОВОЕ ОБЕСПЕЧЕНИЕ ПРЕДПРИНИМАТЕЛЬСТВА

## Глава 6. Источники финансирования предпринимательской деятельности

---

### 6.1. Понятие финансового обеспечения и принципы его организации

Финансовый менеджмент реализуется в рамках отдельно взятой или частично обособленной предпринимательской структуры.

Предпринимательская структура является самоокупающейся или самофинансируемой системой, которая должна обеспечивать рентабельную работу.

В связи с этим особое значение приобретают способы финансирования предпринимательской структуры.

Способы финансирования определяются в процессе стратегического финансового менеджмента. При этом различают два понятия: вертикальная и горизонтальная интеграция.

Вертикальная интеграция возникает, когда предпринимательская структура входит в более крупное образование. В этом случае часть управленческих функций передается вышестоящему звену, где происходит процесс перераспределения денежных средств подведомственных предприятий для образования централизованных фондов, используемых для финансирования общих программ из единого центра.

Особенностью вертикальной интеграции является то, что она может объединять различные предпринимательские структуры. В этом случае основными задачами текущего финансового менеджмента являются:

- обеспечение условий для адаптации этих структур в системе деятельности вышестоящего звена;
- сопоставление структур издержек производства и обращения;

- определение уровня себестоимости в предпринимательских структурах;
- определение уровня самокупаемости.

При горизонтальной интеграции осуществляется самостоятельность в решении всех вопросов, производственных и финансовых. В этом случае повышается роль и значение финансового менеджера и принятых им управленческих решений, а также требования к текущему финансовому менеджменту. В условиях горизонтальной интеграции текущий финансовый менеджмент призван обеспечить:

- оперативное реагирование на происходящие события как внутри фирмы, так и за ее пределами;
- постоянное обновление информации в процессе формирования фондов денежных средств.

Кроме того, в финансовом менеджменте используется ряд показателей, с помощью которых можно определить конкурентные преимущества хозяйствующего субъекта на рынке капиталов. К ним относятся доступность капитала, взаимная привлекательность ценных бумаг, стремление к финансовому сотрудничеству и др.

В целом же финансовый менеджмент опирается на концепцию обеспечения прибыльности, превышающей среднеотраслевой уровень.

В последнее время значительно возросло внимание к вопросам эффективного управления финансовым обеспечением предпринимательской деятельности. В связи с этим в экономической литературе появились различные варианты определения финансового обеспечения предпринимательской деятельности. В частности, Л.Н. Павлова дает следующее определение: «финансовое обеспечение предпринимательства — это управление капиталом, деятельность по его привлечению, размещению и использованию»<sup>1</sup>.

Исходя из этого очевидно, что рассмотрение вопросов финансового обеспечения предпринимательской деятельности невозможно без знания конкретных источников финансирования.

В настоящее время все источники финансирования делятся на следующие группы:

- собственные средства хозяйствующих объектов;
- заемные средства;
- привлеченные средства;
- бюджетные ассигнования.

<sup>1</sup> Павлова Л.Н. Финансовый менеджмент: Учебник. — М.: ЮНИТИ, 1995.

Финансовое обеспечение предпринимательства основано на реализации принципов самокупаемости и самофинансирования.

Самокупаемость как метод финансирования означает возмещение текущих затрат за счет полученных доходов<sup>1</sup>.

Самокупаемость в условиях рыночной экономики должна обеспечиваться в первую очередь за счет собственных ресурсов (выручки от реализации) или за счет заемных, если собственных не хватает. В отдельных случаях возможна поддержка государства, однако в современных условиях роль бюджетных средств как источника финансирования предпринимательской деятельности резко сократилась в связи с дефицитом государственного бюджета.

Для контроля за соблюдением принципа самокупаемости составляются сметы издержек производства и обращения, рассчитываются нормы расходования сырья и основных материалов, устанавливаются конкретные задания по росту повышения производительности труда и снижению себестоимости продукции

Для реализации принципа самокупаемости большое значение имеет управление затратами. Процесс управления затратами предполагает стремление не просто к уменьшению затрат, а к определению оптимальной величины себестоимости.

Определение оптимальной величины затрат подразумевает:

- планирование затрат;
- планирование капитальных вложений;
- фиксацию уровня затрат;
- улучшение стоимостных показателей.

Важным моментом для реализации самокупаемости является включение в состав окупаемых затрат денежных накоплений.

Содержание самофинансирования в условиях формирования рыночной экономики всецело определяется внутренними финансовыми возможностями предприятия.

Таким образом, самофинансирование — это финансовая стратегия управления фондами денежных средств предприятий в целях накопления капитала, достаточного для финансирования расширенного воспроизводства<sup>2</sup>.

Понятие самофинансирования используется при разработке стратегии развития фирмы. Зарубежный опыт показывает, что основной

---

<sup>1</sup> Павлова Л.Н. Финансовый менеджмент Учебник.— М.: ЮНИТИ, 1995 — С. 137.

<sup>2</sup> Там же.

стратегической линией для большинства крупных компаний является достижение самофинансирования, причем свободных финансовых ресурсов, как правило, предприятие не имеет, так как вложение их в дело дает все большую прибыль.

Для разработки стратегии развития предприятия пользуются стратегическим финансовым менеджментом. Важнейшими его элементами являются гибкость и оперативность.

Использование этих методов в практике позволяет быстро реагировать на происходящие перемены, вносить коррективы в стратегию предприятия, избавляться от неэффективных методов финансирования.

Стратегический финансовый менеджмент должен в конечном счете обеспечить рост предприятий.

Внутренний рост обеспечивается за счет расширения действующего производства путем развития собственной материально-технической базы в результате поэтапного финансирования.

Внешний рост происходит путем присоединения новых предприятий, методом единовременного финансирования заранее выбранных объектов покупки. Единовременное финансирование имеет смысл только при условии, что приобретаемый объект не дорог, готов к эксплуатации и может приносить прибыль. Приобретение новых предприятий может осуществляться в целях укрепления собственного дела или выгодного инвестирования свободных денежных средств.

Разрабатывая стратегию развития или роста предприятия, финансовый менеджер должен четко разграничивать области текущего и стратегического финансового менеджмента.

Текущий финансовый менеджмент занимается вопросами:

- стимулирования коммерческой инициативы;
- роста производительности труда;
- оптимизации издержек обращения;
- определения величины внутренних источников финансирования, обеспечивающих самокупаемость;
- эффективности использования имеющихся в распоряжении денежных средств за определенный отрезок времени.

Стратегический финансовый менеджмент рассматривает вопросы:

- затрат с позиций окупаемости;
- капитальных вложений с позиций величины будущей прибыли;
- поиска путей наиболее эффективного накопления капитала;

- перераспределения финансовых ресурсов в наиболее прибыльные сферы деятельности;
- роста предприятия.

При разработке основных положений развития предприятия необходимо четко сформулировать побудительные мотивы к росту или расширению, проанализировать конкретные ситуации и выводы, полученные в ходе текущего и стратегического финансового менеджмента

Основным побудительным мотивом, как правило, является стремление завоевать большую сферу влияния, что достигается путем покупки различных ценных бумаг. Основная цель при этом — участие в управлении как можно большего числа коммерческих организации и предприятий.

Инвестировать капитал можно и в конкурирующие фирмы, и в предприятия-поставщики, и в приватизируемые объекты незавершенного производства, и в различные формы бизнеса. Однако в каждом конкретном случае финансовый менеджер должен сопоставить объем инвестиций с выгодой, которую получит предприятие от вложения капитала, с учетом альтернативных вариантов и факторов риска. Обычно финансовый менеджмент ориентируется на диверсификацию финансовых вложений, которая относится к области стратегического финансового менеджмента.

При разработке стратегии развития предприятия могут сложиться различные ситуации, которые в состоянии привести не к росту, а к сокращению или, возможно, свертыванию производства, например в ситуации с постепенным переключением капитала.

Постепенное переключение капитала подразумевает модернизацию и переоснащение производства для выпуска новой продукции. При этом в оборот вовлекаются дополнительные финансовые ресурсы, которые накапливались предприятием для целей расширенного воспроизводства.

Свертывание производства, а в отдельных случаях и прекращение деятельности предприятия, происходит, когда доходы на вложенный капитал не покрывают произведенных затрат. Его наиболее предпочтительно осуществлять поэтапно, с постепенным переводом капитала в новые сферы бизнеса. Однако резкое прекращение деятельности в одной сфере и подключение к новой сфере имеет и ряд преимуществ: до минимума сводится период снижения рентабельности, финансовые ресурсы сразу включаются в сферу деятельности с более высоким доходом.

## 6.2. Классификация источников финансирования предпринимательской деятельности

Для правильной организации финансирования предпринимательской деятельности следует классифицировать источники финансирования. Отметим, что классификация источников финансирования в российской практике отличается от зарубежной. В России все источники финансирования предпринимательской деятельности делятся на четыре группы:

- 1) собственные средства предприятий и организаций;
- 2) заемные средства;
- 3) привлеченные средства;
- 4) средства государственного бюджета.

В зарубежной практике отдельно классифицируют средства предприятия и источники финансирования его деятельности. Поскольку эти вопросы тесно взаимосвязаны, рассмотрим их более подробно. Одна из наиболее общих группировок средств предприятия в зарубежной практике представлена на схеме 1.

Схема 1



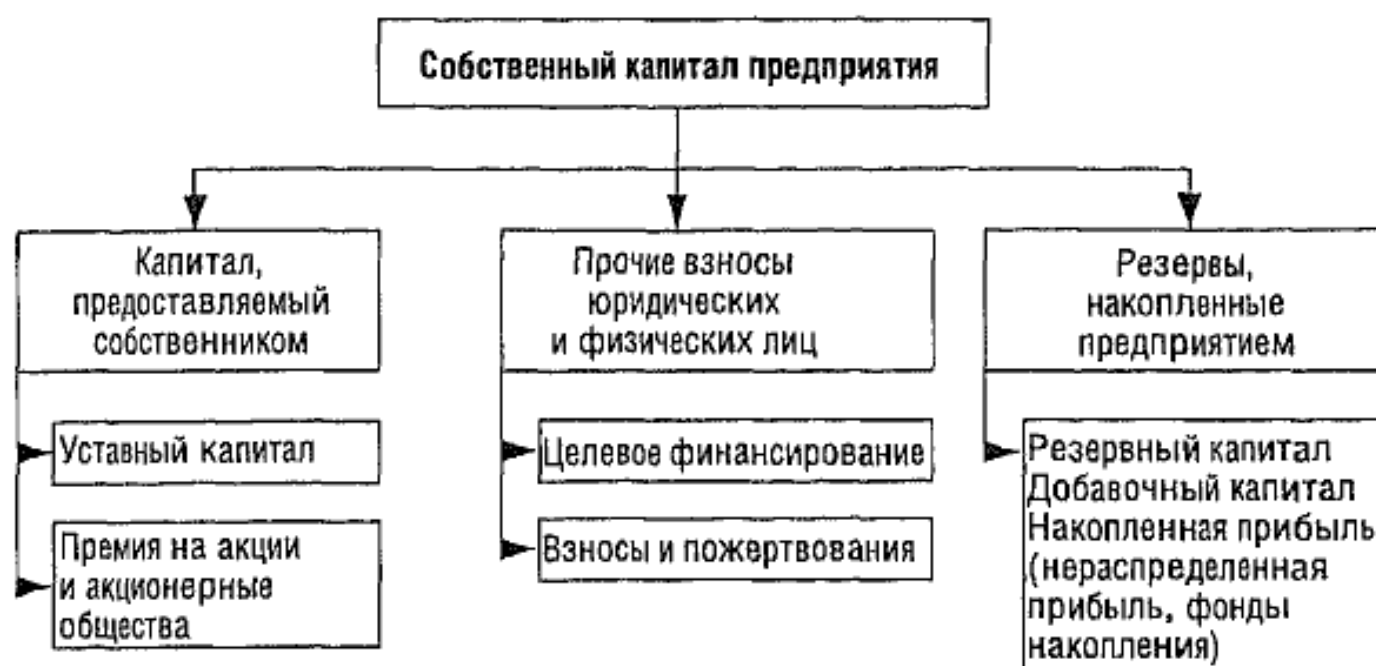
В данной классификации средств предприятия основным элементом является собственный капитал.

Структура собственного капитала предприятия представлена на схеме 2.

Существует еще один вариант классификации средств предприятия, где все средства делятся на собственные и привлеченные.

К собственным средствам предприятия в этом случае относятся:

- уставный капитал (средства от продажи акций и паевые взносы участников или учредителей);



- выручка от реализации;
- амортизационные отчисления;
- чистая прибыль предприятия;
- резервы, накопленные предприятием;
- прочие взносы юридических и физических лиц (целевое финансирование, пожертвования, благотворительные взносы).

К привлеченным средствам относятся:

- ссуды банков;
- заемные средства, полученные от выпуска облигаций;
- средства, полученные от выпуска акций и других ценных бумаг;
- кредиторская задолженность.

В зарубежной практике существуют различные подходы к классификации источников финансирования деятельности предприятия.

Согласно одному варианту все источники финансирования делятся на внутренние и внешние<sup>1</sup>.

К внутренним источникам финансирования относятся собственные средства предприятия.

К внешним источникам относятся:

- ссуды банков;
- заемные средства;

<sup>1</sup> Ковалев В.В. Финансовый анализ.— М.: Финансы и статистика, 1995.— С. 27.

- средства от продажи облигаций и других ценных бумаг;
- кредиторская задолженность и др.

Существует вариант деления источников финансирования на:

1) внутренние источники — это расходы, которые предприятие финансирует за счет чистой прибыли;

2) краткосрочные финансовые средства — это средства, используемые для выплаты заработной платы, оплаты сырья и материалов, различных текущих расходов. Формы реализации источников финансирования в этом случае могут быть следующими:

- банковский овердрафт — сумма, получаемая в банке сверх остатка на текущем счете. Овердрафт подлежит оплате по требованию банка. Обычно это наиболее дешевая форма займа, величина процентов по нему не превышает 1—2% базисной учетной ставки банка;

- переводный вексель (тратта) — денежный документ, согласно которому покупатель обязуется уплатить продавцу определенную сумму в установленный сторонами срок. Банк учитывает векселя, предоставляя их владельцам заем на период до их погашения. В качестве платы за выданный заем по векселю банк взимает дисконт (процент), величина которого ежедневно меняется. Переводные векселя наиболее часто применяются во внешнеторговых платежах;

- акцептный кредит применяется, когда банк принимает к оплате вексель, выписанный на имя его клиентов (перепродажа права на взыскание долгов — факторинг). В этом случае банк выплачивает кредитору стоимость векселя за вычетом дисконта, а по истечении срока его погашения взыскивает эту сумму с должника;

- коммерческий кредит — приобретение товаров или услуг с отсрочкой платежа на один — два месяца, а иногда и больше. Использование коммерческого кредита определяется конкретным видом хозяйственной деятельности. Обращение к нему зависит от скорости реализации товара и возможностей отсрочки платежей самого предприятия;

3) среднесрочные финансовые средства (от 2 до 5 лет) используются для оплаты машин, оборудования и научно-исследовательских работ.

Покупка предприятием в кредит машин, оборудования и транспортных средств происходит на фиксированных условиях под залог приобретаемых товаров с регулярным погашением кредита частями. К группе среднесрочных финансовых средств относится аренда машин и оборудования. Плата за пользование арендованными сред-



ствами ведется регулярными взносами, при этом право собственности никогда не переходит к должнику;

4) долгосрочные финансовые средства (сроком свыше 5 лет) используются для приобретения земли, недвижимости и долгосрочных инвестиций. Выделение средств этим путем осуществляется, как:

- долгосрочные (ипотечные) ссуды — предоставление страховыми компаниями или пенсионными фондами денежных средств под залог земельных участков, зданий сроком на 25 лет;

- облигации — долговые обязательства с установленным процентом и сроком погашения. Значительная часть облигаций имеет нарицательную стоимость;

- выпуск акций — получение денежных средств путем продажи различных видов акций в форме закрытой или открытой подписки.

Появление такой классификации источников связано с особенностями внутрифирменного планирования за рубежом, которое включает долгосрочное, среднесрочное и краткосрочное планирование.

При определении потребности в денежных ресурсах обязательно учитываются следующие моменты:

- для какой цели и на какой период (краткосрочный или долгосрочный) требуются денежные средства;

- с какой срочностью требуются средства;

- есть ли необходимые средства в рамках предприятия или придется обращаться к другим источникам;

- каковы затраты при уплате долгов.

Только после детальной проработки всех пунктов делается выбор наиболее приемлемого источника денежных средств.

## Глава 7. Управление финансовым обеспечением

---

### 7.1. Управление обеспечением собственными финансовыми ресурсами

К собственным финансовым ресурсам предприятия относятся выручка от реализации, амортизация и чистая прибыль предприятия.

В практике финансового менеджмента отдельных стран (в частности, во Франции) использование средств, образующихся в процессе деятельности, рассматривается как различные виды самофинансирования, предназначенные либо для поддержания уровня производства

(амортизация), либо в целях его роста (нераспределенная прибыль, резервы).

Основное назначение амортизации в отечественной практике — обеспечить замену изношенных основных фондов. В условиях, когда у хозяйствующих субъектов не хватает источников финансирования инвестиций, возрастает значение амортизации.

Амортизационные отчисления как денежные средства отражают сумму износа основных производственных фондов и нематериальных активов. Они входят в состав себестоимости производимой продукции и после ее реализации в виде выручки поступают на расчетный счет хозяйствующего субъекта. По экономической природе амортизационные отчисления обеспечивают простое воспроизводство ценностей, однако они относятся к финансовым ресурсам. Дело в том, что износ зданий, сооружений, машин, оборудования, транспортных средств не возмещается сразу же по мере начисления и образования амортизационных отчислений. Последние могут накапливаться и расходоваться на расширение и обновление производства, на вложение в ценные бумаги и высокодоходные проекты, помещаться на депозиты и т.д.

В настоящее время согласно новому Плану счетов амортизационные отчисления находятся в общем денежном обороте хозяйствующего субъекта и как фонд денежных средств не обособлены.

С 1 января 1998 г. был введен следующий порядок начисления амортизации<sup>1</sup>. В состав имущества, подлежащего амортизации для целей налогообложения, включалось имущество, стоимость которого превышала 100-кратный размер установленного законодательством минимального размера месячной оплаты труда, полезный срок использования которого более одного года. Земельные участки, недра и леса, а также финансовые активы не относятся к имуществу, подлежащему амортизации.

Имущество, подлежащее амортизации, группировалось в четыре категории.

- 1) здания, сооружения и их структурные компоненты,
- 2) легковой автотранспорт, легкий грузовой автотранспорт, конторские оборудование и мебель, компьютерная техника, информационные системы и системы обработки данных;

---

<sup>1</sup> Указ Президента РФ от 8 мая 1996 г. № 685 «Об основных направлениях налоговой реформы в Российской Федерации и мерах по укреплению налоговой и платежной дисциплины», п. 4—5

3) технологическое, энергетическое, транспортное и иное оборудование, а также материальные активы, не включенные в первую или вторую категорию;

4) нематериальные активы

Годовые нормы амортизации составили: для первой категории — 5%, для второй — 25%, для третьей — 15% для всех налогоплательщиков, за исключением субъектов малого предпринимательства и предпринимателей, в отношении которых годовые нормы амортизации увеличиваются и составляют соответственно: для первой категории — 6%, для второй — 30%, для третьей — 18%.

Для четвертой категории амортизационные отчисления осуществляются равными долями в течение срока существования нематериальных активов. Если же срок использования нематериального актива определить невозможно, срок амортизации устанавливается в 10 лет.

Расчет амортизационных отчислений производится умножением суммарной стоимости имущества, отнесенного к соответствующей амортизационной категории, на норму амортизации, за исключением имущества, отнесенного к первой и четвертой категориям, в отношении которого расчет амортизационных отчислений производится для каждой единицы имущества в отдельности.

Годовые нормы амортизации непосредственно влияют на величину амортизационных отчислений, а следовательно, и на объем финансовых ресурсов.

В странах с развитой рыночной экономикой амортизационные отчисления являются важнейшим источником инвестиционного финансирования. Их удельный вес в общем объеме текущих и капитальных затрат хозяйствующих субъектов, осуществляемых из внебюджетных источников, составляет около 40%. В России эта цифра в 1998 г. составляла 37%. В инвестиционных же целях используется не более 40% совокупных амортизационных отчислений.

В процессе разработки и принятия управленческих решений в области финансового обеспечения предпринимательской деятельности важное место занимает правильное определение величины источников собственных средств предприятия.

Финансовый менеджмент предполагает, что в ходе планирования и определения величин этих показателей хозяйствующий субъект должен четко представлять, как величина показателя выручки от реализации связана с величиной показателя прибыли, а также что на

прибыль влияет ряд факторов и в первую очередь — величина издержек производства (себестоимости продукции).

В зарубежной практике разработана методика, позволяющая в ходе оперативного и стратегического планирования отслеживать зависимость финансовых результатов от издержек производства и объемов продажи. Анализ, позволяющий проследить цепочку показателей издержки — объем продаж — прибыль, называется операционным анализом.

Используя операционный анализ, финансовый менеджер сможет найти ответы на ряд важнейших вопросов, что даст ему в дальнейшем возможность принять грамотное управленческое решение. К числу таких вопросов могут быть отнесены следующие:

- сколько наличного капитала требуется предприятию;
- каким образом можно мобилизовать эти средства;
- до какой степени можно доводить финансовый риск, используя эффект финансового рычага;
- как повлияет на прибыль изменение объема производства и сбыта.

Ключевыми элементами операционного анализа служат следующие показатели:

- финансовый рычаг;
- операционный рычаг;
- порог рентабельности (точка безубыточности);
- запас финансовой прочности предприятия;
- валовая маржа;
- коэффициент валовой маржи.

Операционный анализ позволяет определить наиболее выгодные комбинации между переменными затратами на единицу продукции, постоянными издержками, ценой и объемом продаж.

Постоянные издержки включают:

- постоянную заработную плату;
- арендные платежи;
- плату за электроэнергию;
- плату за газ;
- плату за воду;
- плату за телефон;
- расходы на почтовые услуги;
- страховые платежи;
- расходы на ремонт;

- расходы на рекламу;
- проценты за кредит;
- амортизацию.

Переменные издержки включают:

- сырье и основные материалы;
- покупные полуфабрикаты;
- дополнительную заработную плату;
- расходы на приобретение товара.

Для удобства пользования систему расчета этих показателей можно объединить в табл. 3.

Таблица 3

**Расчеты порога рентабельности, запаса финансовой прочности  
и силы воздействия операционного рычага**

Способ расчета	Условные обозначения
$BM = B - \text{ПИП}$	BM — валовая маржа; B — выручка от реализации; ПИП — переменные издержки производства
$K = BM : B$ $K, \% = (BM : B) \times 100$	K — коэффициент валовой маржи
$PR = \text{СПЗ} : K$	PR — порог рентабельности; СПЗ — сумма постоянных затрат
$\text{ЗФП, руб} = B - PR$ $\text{ЗФП, \%} = PR : B$	ЗФП — запас финансовой прочности
$P = \text{ЗФП} \times K$	P — прибыль
$\text{COP} = BM : P$	COP — сила воздействия операционного рычага

Остановимся более подробно на характеристике каждого из показателей.

Валовая маржа (BM) — это результат от реализации продукции после возмещения переменных затрат. В зарубежной практике показатель валовой маржи называют суммой покрытия, или вкладом. Одной из основных задач финансового менеджмента является максимизация валовой маржи, поскольку именно она является источником покрытия постоянных издержек и определяет величину прибыли.

Коэффициент валовой маржи (K) является промежуточным показателем, он определяет долю валовой маржи в выручке от реализа-

ции. В операционном анализе он используется для определения величины прибыли.

Порог рентабельности (ПР) — показатель, который называют точкой безубыточности, отражающий ситуацию, при которой предприятие не несет убытков, но и не имеет прибыли. При этом объем продаж, находящихся ниже точки безубыточности, влечет за собой убытки, а выше точки безубыточности — прибыль.

Чем выше порог рентабельности, тем труднее его преодолеть, но предприятия с низким порогом рентабельности легче переживают падение спроса на продукцию и снижение цен реализации.

Запас финансовой прочности (ЗФП) показывает превышение фактической выручки от реализации над порогом рентабельности, т.е. чем больше эта величина, тем финансово устойчивее предприятие.

Прогнозируемая прибыль рассчитывается умножением запаса финансовой прочности на коэффициент валовой маржи.

Действие операционного рычага состоит в том, что любое изменение выручки от реализации всегда сильно влияет на размер прибыли. Чем больше уровень постоянных издержек в общем объеме затрат, тем больше сила отрицательного воздействия операционного рычага на прибыль. Указывая на темпы падения прибыли с каждым процентом снижения выручки, сила воздействия операционного рычага свидетельствует об уровне предпринимательского риска данного предприятия.

Для предприятий, имеющих на балансе большое количество неэффективно используемых основных фондов, высокая сила операционного рычага представляет значительную опасность: в этом случае каждый процент снижения выручки от реализации приводит к резкому падению прибыли с достаточно быстрым вхождением предприятия в зону убытков. В таких условиях сокращается число вариантов выбора продуктивных решений.

Работая с показателями операционного анализа, следует помнить, что изучение поведения переменных и постоянных издержек происходит в релевантном (краткосрочном) периоде, когда структура издержек, переменные издержки на единицу продукции остаются неизменными лишь в ограниченном периоде и при определенном качестве продаж.

Подведем итоги.

1. Сила воздействия операционного рычага тем больше, чем выше удельный вес постоянных затрат в общей сумме издержек.

2. Операционный рычаг тем выше, чем ближе к точке безубыточности находится объем продаж. Таким образом, чем больше сила воздействия операционного рычага, тем больше предпринимательский риск.

3. Для предприятия с высоким значением операционного рычага положение ниже точки безубыточности приводит к большим убыткам, а достижение уровня безубыточности позволяет получить прибыль, которая растет с увеличением объема продаж.

4. Если предприятие имеет низкий операционный рычаг, степень предпринимательского риска снижается, но и размер получаемой прибыли остается незначительным.

5. Если предприятие имеет высокий операционный рычаг, а маркетинговые исследования показывают, что объем продаж будет расти, не следует спешить со снижением уровня операционного рычага, так как рост объема продаж позволит в этих условиях получить значительную величину прибыли.

## 7.2. Привлеченные средства и их роль в источниках финансирования предпринимательской деятельности

В настоящее время на финансовом рынке появляются новые формы и методы получения денежных средств, которые могут быть использованы как источники финансирования деятельности предприятия.

Факторинг — это осуществляемая на договорной основе покупка требований по товарным поставкам факторинг-компания. В результате за достаточно короткий срок (2—3 дня) появляется возможность получить от 80 до 90% суммы требований в виде аванса, оставшиеся 10—20% являются гарантированной суммой для факторинг-компания до момента получения ею денег от должника.

После получения денег факторинг-компания возвращает предпринимателю оставшиеся 10—20% суммы, при этом с клиента взимают:

- проценты за немедленное предоставление денежных средств;
- премию за риск;
- административно-управленческие расходы.

В результате услуги факторинговой компании для поставщика включают плату за управление и за учетные операции.

Плата за управление (комиссия за собственно факторинговое обслуживание) взимается за ведение учета, страхование от появления сомнительных долгов и т.д. Рассчитывается как процент от годового оборота поставщика в зависимости от масштабов и структуры его производственной деятельности, оценки объема работ, степени кредитного риска, кредитоспособности покупателей, а также от специфики и конъюнктуры рынка финансовых услуг страны. В большинстве стран предоставляется скидка в пределах от 0,5 до 3,0%, при наличии регресса — на 0,2—0,5%. Плата за учет (дисконтирование) счетов-фактур составляет 0,1—1,0% годового оборота поставщика.

Плата за учетные операции взимается факторинговой компанией с суммы средств, предоставляемых поставщику досрочно (в форме предварительной оплаты переуступаемых долговых требований) за период между досрочным получением и датой инкассирования требований. Ее ставка обычно на 2—4% превышает текущую банковскую ставку при краткосрочном кредитовании клиентов с аналогичным оборотом и кредитоспособностью в связи с необходимостью компенсации дополнительных затрат и риска факторинговой компании.

Несмотря на очевидную привлекательность такого способа привлечения финансовых ресурсов, его использование ограничено в силу недостаточного правового регулирования этой сферы деятельности в нашей стране.

Факторинг-компании тщательно изучают финансовое положение своих клиентов и их должников. В результате снижается риск приобретения безнадежных долгов.

При осуществлении факторинг-операций дебиторская задолженность переходит в наличные средства, т.е. может быть сразу использована как источник финансирования.

Кроме того, факторинг-компания может взять на себя дополнительный риск неплатежеспособности должника, ведение учета дебиторской задолженности и предоставление информации о финансовом положении предприятий, которые могут стать или уже стали вашими партнерами.

В результате использования факторинга:

- улучшается кассовое положение предприятия;
- снижается риск возможных неплатежей;
- сокращаются издержки по ведению дебиторских счетов;
- появляется возможность использовать данные по сбытовой ста-



Факторинг эффективен прежде всего в сфере материального производства и для оптовых фирм. В зарубежной практике основными клиентами факторинговых компаний являются средние и мелкие фирмы.

В первой половине 90-х годов многие финансовые инструменты, которые раньше отсутствовали в нашей экономике, стали использоваться банками, кредитными учреждениями и другими организациями.

Один из таких инструментов, который широко используется в зарубежной практике, — лизинг.

В нашей стране разработан комплекс нормативных документов, регулирующих инвестиционную деятельность в России, где лизингу отводится важное место.

В 1998 г. были приняты Постановление Правительства РФ «Об утверждении государственных гарантий на осуществление лизинговых операций» и Федеральный закон № 164-ФЗ «О лизинге».

В лизинговой сделке обычно участвуют несколько субъектов:

- лизингодатель;
- лизингополучатель;
- продавец имущества (поставщик);
- банк (или другое кредитное учреждение), предоставляющий средства на приобретение предмета договора.

Кроме того, на рынке лизинговых услуг можно выделить специальные субъекты:

- страховые компании, осуществляющие страхование возможных рисков, возникающих при лизинговой сделке;
- Российскую ассоциацию лизинговых компаний («Рослизинг») — некоммерческое объединение лизинговых компаний, банков и других предприятий, занимающихся лизингом.

Ассоциация «Рослизинг» занимается:

- координацией деятельности организаций, входящих в нее, для осуществления совместных взаимовыгодных проектов;
- подготовкой проектов законодательных актов;
- участием в работе международных ассоциаций;
- разработкой совместно с органами государственного управления стратегических направлений развития лизинга в России.

Субъект лизинга может быть резидентом и нерезидентом Российской Федерации, а также работать с участием иностранного инвестора, осуществляющего свою деятельность в соответствии с законо-

дательством РФ. Объектом лизинга могут быть любые вещи, используемые для предпринимательской деятельности, кроме земельных участков и природных объектов.

Таким образом, в лизинг можно передавать любое имущество, которое не запрещено к свободному обращению на рынке и не уничтожается в производственном цикле. Им может быть движимое и недвижимое имущество. Техника лизинговых операций представлена на схеме 3.

Схема 3



*Условные обозначения:*

- 1 — заявка на оборудование;
- 2 — плата за оборудование;
- 3 — оборудование;
- 4 — арендные платежи.

Согласно классификатору основных фондов, введенному в действие с 1 января 1996 г., к движимому имуществу относятся:

- силовые машины и оборудование (теплотехническое и турбинное оборудование, электродвигатели и т.д.);
- рабочие машины и оборудование для различных отраслей промышленности (полиграфическое оборудование, строительная техника, станки т.д.);
- средства вычислительной и оргтехники;
- транспортные средства, прочие машины и оборудование.

В качестве недвижимого имущества могут выступать производственные здания и сооружения (нефтяные и газовые скважины, гидротехнические и транспортные сооружения).

В зависимости от объекта следует различать лизинги движимого (оборудования) и недвижимого имущества.

Типы лизинга зависят от срока его осуществления: менее полутора лет — краткосрочный лизинг, от полутора до трех лет — среднесрочный лизинг, три и более лет — долгосрочный лизинг.

Основные виды лизинга включают оперативный, финансовый и возвратный лизинги.

К оперативному лизингу относятся сделки, в которых затраты лизингодателя по приобретению сдаваемого в лизинг имущества лишь частично окупаются в течение первоначального срока лизинга. Особенности оперативного лизинга таковы:

- лизингодатель не рассчитывает покрыть все свои затраты за счет поступлений от одного лизингополучателя;
- сроки лизинга не охватывают полного физического износа имущества;
- риск порчи или утери имущества лежит главным образом на лизингодателе;
- по окончании установленного срока имущество возвращается лизингодателю, который продает его или сдает в лизинг другому клиенту.

Причины, обуславливающие выбор лизингополучателем оперативного лизинга, состоят в следующем. Лизингополучателю необходимо арендуемое имущество лишь на время, например, для реализации проекта или работы, имеющих разовый характер; после окончания проекта надобность в данном типе имущества полностью отпадает. Арендуемое имущество подвержено сравнительно быстрому моральному старению, т.е. лизингополучатель считает, что по истечении определенного времени (срока лизинга) на рынке могут появиться новые, более эффективные аналоги данного имущества.

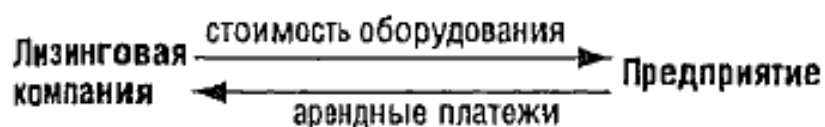
Финансовый лизинг предусматривает выплату в течение срока аренды твердо установленной суммы арендной платы, достаточной для полной амортизации машин и оборудования, способной обеспечить фиксированную прибыль лизингодателю. Предмет лизинга переходит в собственность лизингополучателя по истечении срока действия договора или до его истечения при условии выплаты лизингополучателем полной суммы по договору, если им не предусмотрено иное.

Данный вид лизинга используется при аренде дорогостоящих объектов: зданий, сооружений, дорогого оборудования. Однако платежи лизингополучателя превышают расходы лизингодателя по приобретению данного вида имущества.

Возвратный лизинг — разновидность финансового лизинга, при котором продавец (поставщик) предмета лизинга одновременно выступает и как лизингополучатель (схема 4). Такая сделка применяется, когда у хозяйствующего субъекта довольно низкий уровень доходов, и, следовательно, он не может полностью воспользоваться льготами

по ускоренной амортизации и налогообложению прибыли. Он совершает сделку, а лизинговая компания получает налоговые льготы, снижая ставку арендной платы.

Схема 4



В законе о лизинге отдельно рассматривается сублизинг — особый вид отношений, возникающих в связи с переуступкой прав пользования предметом лизинга третьему лицу по договору сублизинга.

Лизинговая компания может привлекать ссуды для осуществления лизинговых операций — это лизинг с дополнительным привлечением средств, по которому осуществляется более 85% всех сделок.

Любая лизинговая сделка оформляется договором, предусматривающим лизинговые платежи, под которыми понимается общая сумма, выплачиваемая лизингополучателем лизингодателю за предоставленное ему право пользования имуществом.

Расчет общей суммы лизинговых платежей осуществляется по формуле<sup>1</sup>

$$\text{ЛП} = \text{АО} + \text{ПК} + \text{КВ} + \text{ДУ} + \text{НДС}, \quad (46)$$

- где
- ЛП — общая сумма лизинговых платежей;
  - АО — амортизационные отчисления, причитающиеся лизингодателю в текущем году;
  - ПК — плата за кредитные ресурсы, используемые лизингодателем на приобретение имущества;
  - КВ — комиссионное вознаграждение лизингодателю за предоставление имущества по договору лизинга;
  - ДУ — плата лизингодателю за дополнительные услуги лизингополучателю, предусмотренные договором лизинга;
  - НДС — налог на добавленную стоимость, уплачиваемый лизингополучателем по услугам лизингодателя. Если лизингополучатель является малым предприятием, в общую сумму лизинговых платежей налог на добавленную стоимость не включается.

Если договором предусмотрен выкуп с выплатой указанной стоимости в виде долей в составе лизинговых платежей, то в лизинговые платежи включают и стоимость выкупаемого имущества.

<sup>1</sup> Методические рекомендации по расчету лизинговых платежей утверждены Минэкономразвития России 16 апреля 1996 г.

Преимущества лизинга состоят в следующем. Лизинг позволяет быстро реагировать на изменения конъюнктуры, обновлять капитал, не прибегая к крупномасштабным инвестициям, избегать морального старения оборудования. Он дает возможность предпринимателям модернизировать новое производство без мобилизации больших финансовых ресурсов. Для мелких, средних фирм и частных предпринимателей лизинг часто является единственно возможным способом финансирования их инвестиций. Лизинговое соглашение является более гибким, чем ссуда, поскольку предоставляет возможность выработать удобную для покупателя схему финансирования.

Ссуда всегда предполагает ограниченные сроки и размеры погашения. Лизинговые платежи по договоренности сторон могут быть ежемесячными, ежеквартальными и т.д., а суммы платежей — отличаться друг от друга. Ставка может быть фиксированной и плавающей. Погашение может осуществляться после получения выручки от реализации товаров, произведенных на оборудовании, взятом в лизинг, или быть прокомпенсировано встречной услугой, что позволяет предприятиям без резкого финансового напряжения обновлять производственные фонды. Арендная плата относится на издержки производства и снижает у лизингополучателя налогооблагаемую прибыль. Риск устаревания оборудования целиком ложится на арендодателя. Арендатор имеет возможность постепенного обновления своего парка оборудования.

Международный лизинг в ряде случаев позволяет арендатору пользоваться налоговыми льготами страны арендодателя за счет снижения арендных ставок.

Лизинг позволяет включать в себестоимость продукции проценты за полученные заемные средства (в том числе у банков), используемые для осуществления финансового лизинга, а также лизинговых платежей. Он позволяет снижать налог на прибыль, так как лизинговые платежи у лизингополучателя относятся на затраты.

Недостатки лизинга состоят в следующем<sup>1</sup>.

Арендатор теряет на повышении остаточной стоимости оборудования (в частности, из-за инфляции). Если в результате научно-технического прогресса изделие морально устаревает, арендные платежи за него не прекращаются до конца контракта. Стоимость лизинга

---

<sup>1</sup> *Васильев Н.М. и др.* Лизинг как механизм развития инвестиций и предпринимательства. — М.: ДЕКА, 1999.

больше ссуды, но поскольку риск устаревшего оборудования ложится на арендодателя, он берет большую комиссию для компенсации.

В экономической литературе, посвященной проблемам лизинга, широко обсуждается вопрос отличия лизина от аренды. По мнению большинства авторов, основные отличия состоят в следующем<sup>1</sup>.

1. Лизинговые отношения наряду с лизингодателем и лизингополучателем включают дополнительного субъекта — продавца лизингового имущества, который отсутствует при аренде.

2. При лизинге активная роль отводится лизингополучателю, что не свойственно арендным отношениям. Преимущественное право выбора имущества и его изготовителя (продавца) принадлежит пользователю. Кроме того, лизингодатель обязан поставить в известность продавца имущества о приобретении его специально для сдачи в лизинг.

3. В отличие от арендных отношений лизингополучатель фактически наделяется правами и обязанностями, свойственными покупателю, поскольку имущество передается непосредственно ему, минуя фактического собственника (лизингополучателя). За лизингодателем остается только обязанность оплатить имущество и право расторгнуть договор купли-продажи с продавцом.

4. Неодинаково распределяются риски в договорах аренды и лизинга в связи с недостатками, обнаруженными в имуществе. Арендодатель отвечает перед арендатором за все недостатки, препятствующие пользованию имуществом. Лизингодатель не отвечает перед пользователем за недостатки переданного имущества, так же как и за вред, причиненный жизни, здоровью граждан в процессе использования объекта лизинга, а также имуществу пользователя и третьих лиц. Ответственность в размере причиненного лизингополучателю ущерба наступает, если выбор поставщика осуществлялся самим лизингодателем, либо он вмешался в выбор имущества или его характеристик. Лизингодатель также полностью свободен от выполнения гарантийных обязательств, связанных с выявлением дефектов в объекте лизинговой сделки, которые возлагаются на изготовителя (поставщика) имущества, и лизингополучатель непосредственно обращается к нему с требованием об устранении недостатков.

5. Несмотря на то что лизингодатель в течение всего срока договора остается собственником объекта лизинговой сделки, лизин-

<sup>1</sup> Газман В.Д. Лизинг: теория, практика, комментарий.— М., 1997.

гополучатель принимает на себя обязанности, связанные с правом собственности (риск случайной гибели, техническое обслуживание). Поскольку риск случайной гибели имущества возлагается именно на пользователя, он обязан полностью выполнить денежные обязательства перед лизингодателем. Даже если объект сделки будет случайно, не по вине сторон, уничтожен, лизингополучатель в отличие от арендатора обязан вносить лизинговые платежи или погасить их общую сумму, предусмотренную договором.

Такое распределение рисков в лизинговой сделке в отличие от арендной является вполне обоснованным, так как лизингодатель приобретает имущество по просьбе и в интересах лизингополучателя.

При аренде все риски остаются за арендодателем, поэтому если имущество окажется в негодном состоянии по причинам, не зависящим от арендатора, последний может требовать досрочного расторжения договора и соответственно по прекращении обязательства отпадает обязанность платить арендную плату.

6. При расторжении договора лизинга до истечения его срока по требованию лизингодателя (если пользователь имущества нарушил условия договора) или по желанию лизингополучателя последний все равно обязан вносить лизинговые платежи или погасить их общую сумму, предусмотренную договором, а в некоторых случаях и заплатить неустойку.

### 7.3. Формы привлечения заемных средств

Предприятия в процессе деятельности совершают материальные и денежные затраты, связанные с расширенным воспроизводством основных фондов и покрытием потребности в оборотных средствах, производством и реализацией продукции, социальным развитием коллектива.

Основой для определения необходимой суммы оборотных средств и основных фондов являются объем производства, размер затрат на производство, длительность производственного цикла, прирост и выбытие фондов, условия заготовки и приобретения сырья, топлива и других необходимых материалов.

Без заемных средств предприятия должны были бы находиться полностью на самофинансировании, что резко ограничивало бы возможности их развития.

Заемное, долговое финансирование предприятия обычно выступает в виде получения краткосрочных и долгосрочных банковских ссуд, а также облигационных займов.

Одним из важнейших ресурсов, мобилизуемых предприятием на финансовом рынке, является банковский кредит. Необходимость кредитования объективно вытекает из-за несоответствия средств и потребностей предприятия для расширенного воспроизводства. Именно в этих условиях возникают кредитные отношения, которые дают возможность заемщику получить деньги раньше, чем он сможет извлечь их из обращения после реализации товара. За счет собственных средств обычно покрывается потребность предприятия в денежных ресурсах, обеспечивающая непрерывность процесса производства и реализации продукции на протяжении года. За счет заемных источников восполняются средства на образование сезонных запасов материальных ценностей, покрытие затрат в производстве, а также колебания рыночной конъюнктуры, например платежеспособный спрос потребителей.

Заемные средства предприятие может получить в виде краткосрочных кредитов для пополнения и прироста оборотных фондов. Это в основном ссуды, обслуживающие кругооборот оборотного капитала, текущие потребности клиента. В российской практике краткосрочные кредиты выдаются на финансирование различных элементов производственных запасов, незавершенного производства, готовой продукции, средств в расчетах. Существуют разные виды краткосрочных ссуд банков: залоговые, гарантированные поручителем, банковские, застрахованные и др.

Краткосрочные ссуды — это кредиты, срок пользования которыми не превышает одного года. Современная система кредитования в РФ отличается преимущественно краткосрочным характером.

К долгосрочным ссудам относятся кредиты, сроки которых превышают один год (в некоторых рыночных странах 6—8 лет). Такие кредиты обслуживают потребности в средствах, необходимых для формирования основного капитала и финансовых активов. Долгосрочные ссуды направляются на кредитование строительства производственных объектов, реконструкцию, техническое перевооружение, приобретение техники, оборудования и транспортных средств, организацию выпуска новой продукции, строительство объектов непроизводственного назначения.



Непременным требованием современной системы кредитования является соблюдение целевого характера кредита, полноты и срочности возврата ссуд, их обеспеченности. К принципам кредитования относится и дифференцированность, в соответствии с которой осуществляется различный подход банка к кредитованию субъекта или объекта и к обеспечению ссуды. Особое значение приобретают принципы кредитования, требующие надежной оценки не только объекта, субъекта и качества обеспечения, но и уровня маржи, доходности кредитных операций, снижения риска. Важным является и соблюдение технологии кредитования, правил выдачи и погашения ссуд, текущего наблюдения и анализа кредитных операций.

Стабилизация российской экономики должна привести к развитию долгосрочных кредитных отношений между предприятиями и банками. В настоящее время банки являются важнейшими элементами инфраструктуры, которая во многом определяет экономическую эффективность функционирования хозяйства в целом. Инвестиционная деятельность банков постепенно должна быть переориентирована на финансирование долгосрочного развития предприятий.

В случае краткосрочного кредитования банки рассматривают стандартные вопросы, касающиеся только части деятельности предприятия, например, кредитоспособность заемщика, качество залога. Если же банк является одним из кредиторов инвестиционного проекта на длительный срок, то он заинтересован исследовать все стороны проекта и работы предприятия и получить как можно больше информации о нем.

Роль банковского кредита при поступательном преобразовании российской экономики будет постоянно увеличиваться. Поскольку предприятия перестали получать денежные средства из бюджета, они вынуждены искать иные источники финансирования своей деятельности. В первую очередь их внимание привлекает банковский кредит, так как именно коммерческие банки являются аккумуляторами свободных денежных средств в рыночной экономике.

Зачастую только с помощью кредитов в комплексе с другими стоимостными инструментами можно решить проблемы финансирования производственной деятельности предприятий и инвестирования их основных фондов, поддержать как отдельные предприятия, так и целые отрасли. В рамках бюджетов и средств самих предприятий не всегда удается обеспечить их стабильную работу. Инструментом, способным ускорить поступательное развитие экономики России, являет-

ся вовлечение в производство банковского капитала и в еще большей степени капитала, который могут привлечь коммерческие банки.

Если банки станут строить кредитную политику, ориентируясь на долгосрочные цели, то экономическая ситуация в стране быстрее стабилизируется и предприятия смогут с большей надежностью держать денежные средства в коммерческих банках.

В современных условиях переориентация коммерческих банков с преимущественно спекулятивных операций на финансирование реального сектора означает крупный шаг в усилении рыночных тенденций развития экономики страны. Разумеется, осуществить этот процесс не просто. Во многом это зависит от экономической и денежно-кредитной политики государства, от согласованности действий предприятий, банков и государства. Призывы к коммерческим банкам вкладывать деньги в производство и снижать процентные ставки, чтобы способствовать достижению экономического роста общественного производства, не будут реализованы, пока не приняты соответствующие меры со стороны государства, например в области налоговой политики.

Перспективы вовлечения коммерческих банков в процесс кредитования производства в России несомненно имеются. Процесс стабилизации банковской системы должен привести к расширению кредитования крупных инвестиционных проектов, так как крупному банку легче вложить деньги в долгосрочный инвестиционный проект и принять на себя большие инвестиционные риски.

Еще одной причиной, которая может побудить коммерческие банки вкладывать средства в реальный сектор экономики, является конкуренция между ними в борьбе за клиента, когда предприятия будут выбирать тот банк, который в состоянии финансировать не только их текущие потребности, но и досрочные проекты.

Есть и другие причины, которые могут заставить банки инвестировать средства в производственные затраты предприятий. Обычно банки стремятся расширить и дифференцировать свою доходную базу, и если проект и затраты предприятия оказываются прибыльными, это обеспечит банку постоянный источник дохода в течение нескольких лет.

Диверсификация вложений сразу в несколько отраслей может способствовать повышению финансовой устойчивости и снижению рисков для банков. Участие банковского капитала в различных отраслях обеспечивает его присутствие на наиболее динамично развивающихся рынках.

Банки заинтересованы в кредитовании предприятий также с целью расширения своей клиентской и ресурсной базы из-за необходимости разнообразить виды услуг, оказываемых клиентам, и для увеличения своего влияния на них.

Особым мотивом активности банков по отношению к предприятиям может стать желание снизить в своих активах долю денежных средств (наличности, остатков на корсчетах), не приносящих дохода.

Кроме того, банки, входящие в финансово-промышленные группы, вынуждены в значительных масштабах заниматься кредитованием производственных потребностей предприятия.

Тем не менее, несмотря на создание условий для участия в производственной деятельности, коммерческие банки не торопятся вкладывать деньги в реальный сектор экономики. Это связано с тем, что банков, которые могли бы реально предоставлять крупные или долгосрочные кредиты, пока еще мало, остальные имеют весьма слабую ресурсную базу.

Анализ показывает, что негативными факторами, сдерживающими вложения банков в сферу материального производства, являются:

- высокий кредитный риск невозврата ссуд;
- отсутствие реальной ответственности заемщиков за убыточные результаты деятельности и возврат ссуд;
- недостатки и противоречия законов и норм, регулирующих кредитные отношения;
- просчеты в кредитно-денежной, налоговой и инвестиционной политике государства;
- отсутствие экономического стимулирования банков, кредитующих сферу материального производства;
- отсутствие надежной системы страхования банковских депозитов;
- недостаточная ликвидность предоставляемых залогов предприятиями.

Современная кредитная политика коммерческих банков направлена на кредитование конкретных мероприятий в определенные сроки. Краткосрочные кредиты предоставляются предприятиям на коммерческой основе путем заключения с банками кредитных договоров. Порядок кредитования в каждом конкретном случае определяется банком по согласованию с заемщиком и фиксируется в кредитном договоре.

В договоре оговариваются объем выдаваемой ссуды, сроки и порядок ее использования, процентные ставки и другие выплаты по ссуде, обязанности и экономическая ответственность сторон, формы обеспечения обязательств (залог, поручительство и др.), перечень документов, предоставляемых банку для оформления кредита.

До вступления в кредитные отношения с заемщиком банк оценивает его кредитоспособность — способность полностью и в срок рассчитаться по своим долговым обязательствам (основному долгу и процентам).

От кредитоспособности заемщика зависит его способность погашать долги в ближайшей перспективе. Уровень кредитоспособности клиента определяет степень индивидуального риска банка по выдаче конкретной ссуды конкретному заемщику.

Мировая и отечественная практика позволила сформулировать следующие принципы оценки кредитоспособности: характер клиента, его способность заимствовать средства, финансовые возможности, размер капитала, обеспечение кредита, условия совершения кредитной сделки и перспективы ее погашения, возможность ее контроля со стороны банка. Существуют и конкретные показатели оценки кредитоспособности предприятия: уровень риска кредитных операций, рентабельность и ликвидность баланса клиента.

Уровень риска оценивается с точки зрения рентабельности выполнения предприятием кредитуемого мероприятия (проекта) в целом и гарантий возврата вложенных банком средств. При кредитовании текущей деятельности учитываются изменения ассортимента продукции, технологии производства, конъюнктуры рынка на основе маркетинговой стратегии предприятия.

Для оценки финансовых результатов деятельности заемщика по данным бухгалтерского баланса и отчета о прибылях и убытках изучается рентабельность производства.

Ликвидность баланса заемщика анализируется с целью оценки характера капитала и его размещения по отдельным статьям. Ликвидность баланса заключается в возможности быстро мобилизовать имеющиеся ресурсы (активы) для оплаты в срок своих обязательств (пассивов), а также непредвиденных долгов.

С предприятиями разного уровня кредитоспособности банк по-разному строит кредитные отношения. Заемщикам одной группы банки могут открывать кредитную линию, кредитовать по контокоррент-

ному счету, выдавать банковские (доверительные) кредиты без обеспечения и с пониженной процентной ставкой.

Кредитование заемщиков другой кредитоспособности будет осуществляться в обычном порядке только при наличии соответствующих форм обеспечения. При этом процентные ставки будут зависеть от вида обеспечения, спроса на кредиты на рынке ссудного капитала и других факторов.

Предоставление ссуд заемщикам, отнесенных по уровню кредитоспособности к группе с большим риском, производится банком под более высокую процентную ставку.

Если кредит был выдан клиенту до ухудшения его финансового положения, то банк вправе прекратить его дальнейшее кредитование и приступить к взысканию ранее выданных ссуд.

Коммерческие банки предоставляют ссуды под залог имущества и ценностей клиента, под гарантию или поручительство сторонних юридических или физических лиц.

Кредит может быть предоставлен единовременно в размере испрашиваемой суммы, а также по мере возникновения потребности в нем у предприятия. В этом случае определяется максимальный размер кредита.

Банк принимает в качестве обеспечения возвратности кредита имущество заемщика, принадлежащее ему на праве собственности, включая имущественные права (за исключением имущества, реализация которого запрещена). При кредитовании под залог имущества или ценностей учитывается не только его балансовая стоимость, но и реальная стоимость залога с учетом возможности быстрой реализации товаров, ценных бумаг, валюты, заложенных заемщиком, и направления вырученных денежных средств на погашение ссуды.

При принятии в залог имущества банк может потребовать его страхования за счет заемщика.

Погашение кредита может производиться как в конкретные сроки, так и путем периодического направления свободных средств предприятия на погашение задолженности (порядок предусматривается договором).

В течение оговоренного в кредитном соглашении срока заемщик обязан перечислить средства в погашение ссуды. В случае неперечисления средств для погашения задолженности в указанный срок сумма непогашенного долга переносится на счет просроченных ссуд с взиманием повышенного процента. В этом случае банк вправе при-

ступить к взысканию ссуды в судебном порядке, известив об этом заемщика.

При наличии у предприятия длительной просроченной задолженности по ссуде (более 30 дней) банк имеет право прекратить выдачу новых ссуд и предупредить о взыскании задолженности в бесспорном порядке, реализовать принятые в залог товарно-материальные ценности и иное имущество, а выручку от продажи направить на погашение задолженности, предъявить ко взысканию остаток задолженности по ссуде юридическому лицу, предоставившему гарантию или поручительство погашения кредита.

По кредитам, предоставленным коммерческими банками, проценты начисляются по договорным ставкам с учетом объема привлекаемых кредитных ресурсов, сроков кредитования и темпов инфляции.

Кардинальные изменения в экономике, рост активности отечественных производителей должны способствовать расширению деятельности коммерческих банков по долгосрочному кредитованию инвестиционных проектов предприятий. В отличие от бюджетных средств привлечение долгосрочных коммерческих кредитов банков повышает ответственность заемщиков благодаря возвратности и платности заемных средств.

Объектами долгосрочного кредитования капитальных вложений предприятий являются затраты на строительство, расширение, реконструкцию и техническое перевооружение объектов производственного и непроизводственного назначения, приобретение движимого и недвижимого имущества, создание новых предприятий и производств, осуществление научно-исследовательских работ, инноваций, создание интеллектуальных ценностей и других объектов собственности.

Порядок предоставления, оформления и погашения долгосрочных кредитов регулируется законами о банках и банковской деятельности в РФ, правилами самих банков, а также кредитными договорами с заемщиками.

Процесс предоставления долгосрочного кредита включает следующие стадии: оформление заявления на ссуду, проверка представленной информации заемщика, оценка проекта, принятие решения о выдаче кредита, заключение кредитного договора.

Процесс начинается с момента обращения в банк потенциального претендента на получение кредита, при этом соискатель предоставляет различную информацию об объекте кредитования либо в виде специальной анкеты, либо в виде бизнес-плана проекта. Не-

обходимая информация включает перечень определенных документов, характеризующих претендента. Сюда входят:

1) справка об инициаторе проекта — наименование, реквизиты, данные об учредителях, структуре уставного капитала, организационно-правовой форме, информация о счетах, кредитная история, сведения о производственно-финансовой деятельности и имеющихся собственных ресурсах;

2) характеристика инвестиционного проекта — направления и цели предлагаемых инвестиций (конкретные количественные и качественные показатели проекта);

3) порядок погашения ссуд (сроки, размеры и источники);

4) данные о возможном обеспечении проекта (платежные гарантии, страховые депозиты, залоги, заклады, государственные гарантии, страхование).

Далее проверяется достоверность всех сведений, представленных заемщиком.

Следующая стадия — оценка проекта. На основе анкеты, бизнес-плана или технико-экономического обоснования проекта проводится экспресс-анализ и дается предварительное заключение. При положительном заключении начинается детальная проработка проекта предприятия. Для ее выполнения используют не только локальную, но и общеэкономическую информацию прогнозного характера, так как эффективность проектов меняется в зависимости от состояния экономики (целесообразно рассматривать пессимистический, оптимистический и наиболее вероятный варианты развития экономики).

Существуют различные методы оценки инвестиционных проектов предприятий. Главной задачей проектного анализа является установление ценности проекта, которая определяется разницей между выгодами, доходами и затратами. Выгоды и затраты оцениваются по следующим позициям, каждая из которых отражает конкретный раздел бизнес-плана:

- является ли проект технически реализуемым и обоснованным (технический анализ);

- имеется ли спрос на продукцию проекта (коммерческий анализ);

- является ли проект жизнеспособным в финансовом отношении и возмещаются ли затраты на его осуществление (финансовый анализ);

- какое влияние окажет проект на окружающую среду (экологический анализ);

- сможет ли отвечающая за проект организация осуществить его и руководить проектом (институциональный анализ);
- приемлем ли проект в социальном и культурном отношении (социальный анализ);
- превышают ли положительные результаты проекта затраты на его осуществление и эксплуатацию, с каким риском он сопряжен (экономический анализ).

Таким образом, оценка проекта затрагивает не только количественные, но и качественные показатели, создавая полную картину последствий реализации проекта.

Главное внимание при оценке коммерческой состоятельности проекта уделяется оценке эффективности инвестиций. В качестве интегральных показателей эффективности инвестиций используют чистый дисконтированный доход (чистую текущую стоимость), внутреннюю норму доходности проекта, срок окупаемости затрат, индекс прибыльности и др. Расчет указанных показателей производится при помощи анализа денежных потоков с использованием дисконтирования (приведения к начальному периоду) поступлений от проекта и инвестиционных затрат.

В процессе экспертизы проекта предпочтение отдается тем проектам, где показатели эффективности соответствуют приемлемым для банка значениям. Чаще других в этих целях используются внутренняя норма доходности, чистая текущая стоимость и срок окупаемости.

Вне зависимости от качества проекта он не будет кредитоваться без обеспечения.

Полученный кредит зачисляется на расчетный счет, специальные счета или валютный счет предприятия. За счет кредита оплачиваются строительно-монтажные работы, оборудование, проектная продукция и другие строительные затраты.

При установлении сроков и периодичности погашения долгосрочного кредита банк принимает во внимание окупаемость затрат за счет чистой прибыли и амортизации заемщика, анализирует платежеспособность предприятия и уровень риска, возможность ускорения оборачиваемости кредитных ресурсов.

Возврат заемных средств начинается по новым стройкам после ввода в эксплуатацию, по действующим предприятиям — до ввода.

Проценты за использование кредитными ресурсами начисляются с даты их предоставления. Погашение процентов осуществляется:



по новым стройкам — после сдачи объекта в эксплуатацию в сроки, указанные в кредитном договоре; по действующим предприятиям — ежемесячно с даты получения заемных средств.

Сегодня долгосрочным кредитованием капитальных вложений предприятий занимаются немногие банки. Долгосрочные кредиты коммерческих банков привлекаются пока только в реальные и быстро-реализуемые проекты с высокой нормой прибыльности. Этим видом кредитования занимаются лишь крупные банки при условии предоставления им налоговых и других льгот. Исключение составляют консорциальные кредиты, предоставляемые несколькими банками одному надежному заемщику на реализацию высокодоходного проекта (когда норма доходности превышает ставку ссудного процента).

В мировой практике экономически развитых стран кредиты банков и других финансовых структур покрывают до 20% потребностей предприятий в текущих и капитальных затратах. В России этот уровень значительно ниже и составляет 3—5%. Причин такого положения несколько.

Во-первых, российский банковский капитал лишь в небольших объемах направляется в инвестиционную сферу, причем на реальный сектор экономики от этой доли приходится лишь половина. Это обусловлено высокими рисками и низкой эффективностью подобных вложений, а также наличием более привлекательных сфер вложения капитала, например валютных операций.

Во-вторых, отечественный кредитный рынок опирается на сравнительно ограниченную финансовую базу банков и слабо развитую структуру небанковских финансовых учреждений. Общий размер уставных фондов действующих в стране кредитных учреждений значительно уступает уставному капиталу западных банков. Главными кредиторами в России являются банки, в то время как в других странах важное место в кредитовании экономики принадлежит страховым компаниям, пенсионным фондам и другим финансовым структурам.

В-третьих, в соответствии с осуществляемой государственной экономической политикой Банк России с 1992 г. последовательно ограничивал кредитную эмиссию — предоставление кредитных ресурсов коммерческим банкам и Минфину России. Это сузило возможности кредитных организаций по финансированию российской экономики.

Развитию рынка долгосрочного кредитования в России может способствовать государственное стимулирование деятельности ком-

мерческих банков, участвующих в долгосрочном кредитовании реального сектора экономики, для чего необходимо дифференцировать размеры отчислений таких банков в обязательные резервные фонды, скорректировать для них ставки налогообложения прибыли, гарантировать им предоставление беспроцентной помощи от Банка России в случае возникновения финансовых трудностей не по их вине.

Долгосрочное финансирование с помощью облигаций часто применяется для финансирования активов с продолжительным сроком эксплуатации, таких, как земля, оборудование или строительные проекты. Чем выше капиталоемкость бизнеса, тем больше может быть объем долгосрочных задолженностей и акционерного капитала.

Различные виды долговых обязательств применяются при определенных ситуациях. Сумма долговых обязательств, которые может иметь предприятие, во многом зависит от имеющихся у него реальных активов. Долгосрочные долги предприятий обычно представлены в виде подлежащих погашению облигаций. Облигация является ценной бумагой, свидетельствующей о том, что предприятие заняло денежные средства и согласно их выплатить.

Владельцы облигаций получают доход, выплачиваемый ежегодно в виде фиксированного процента. Срок действия облигаций, порядок и размеры выплаты дохода и выкупа бумаги определяются при выпуске займа. Владение облигацией не дает права собственности, но предусматривает преимущественное право по сравнению с акционерами на распределяемую прибыль и на активы предприятия при его ликвидации.

Целесообразность выпуска облигаций определяется спросом на них на фондовом рынке и издержками выпуска. Цена облигации зависит от нескольких факторов: срока погашения, процентной ставки и имущественного залога. Цена бумаги с момента ее выпуска и в течение срока обращения постоянно колеблется. Рыночная цена облигации определяется прежде всего доходностью. Доходность представляет собой отношение выплачиваемых по облигации процентов к рыночной стоимости.

Стоимость облигации и процентные ставки связаны между собой обратно пропорционально. По мере роста процентных ставок стоимость существующих облигаций понижается, так как инвесторы могут сделать капиталовложения в новые облигации с большими процентными ставками.

Облигации могут продаваться со скидкой, когда процентная ставка по облигациям ниже преобладающей на рынке ставки для данного вида ценных бумаг, или когда предприятие-эмитент работает в условиях риска, или когда облигация имеет продолжительный срок погашения. Облигация продается с надбавкой, когда действуют обратные условия.

Предприятия могут выпускать различные виды облигаций: необеспеченные, с залогом имущества, конвертируемые, гарантированные, бескупонные, с переменной процентной ставкой, еврооблигации и др. (табл. 4).

Таблица 4

## Виды облигаций и их свойства

Виды облигаций	Характеристика
Необеспеченные	Используются только финансово надежными компаниями. Конвертируемые облигации обычно являются необеспеченными
Субординированные	Востребованы после облигаций, обладающих преимуществом в погашении
С залогом имущества	Залог в виде недвижимого имущества или здания
Обеспеченные другими ценными бумагами	Обеспечиваются акциями и (или) облигациями, находящимися в собственности эмитента
Процентные доходы (выплачиваются только из прибыли)	Выпускаются, когда предприятие реорганизуется из-за финансовых затруднений
Продаваемые ниже номинала и бескупонные	Выпускаются с очень низкой (даже нулевой) ставкой купона, по ценам ниже номинала, но погашаются по номинальной стоимости
С переменной процентной ставкой	Ставка купона меняется в зависимости от изменения ставок на денежных рынках или рынках капитала. Применяются в условиях неопределенности будущих процентных ставок из-за инфляции. Продаются по цене, близкой к номинальной

Преимущества долгосрочных долговых обязательств состоят в следующем:

- выплаты процентов подлежат налогообложению, тогда как дивиденды, выплачиваемые акционерам, налогом не облагаются;

- держатели облигаций не участвуют в обеспечении роста доходов предприятия;
- долговые обязательства погашаются более дешевой валютой в период инфляции;
- облигация может помочь предприятию обеспечить финансовую стабильность в условиях «стесненных» денежных рынков, когда отсутствует возможность использовать краткосрочное кредитование.

Недостатки долгосрочных долговых обязательств состоят в следующем:

- начисляемые проценты должны быть выплачены независимо от доходов предприятия;
- долговое обязательство должно быть погашено в установленные сроки;
- каждому долговому обязательству соответствует финансовый риск, который может повысить стоимость финансирования;
- условия облигационного договора могут наложить ограничения на деятельность предприятия;
- обязательства, превышающие финансовые возможности должника, могут возникнуть при ошибках в прогнозе будущих потоков денежных средств.

Для инвесторов облигации имеют определенные преимущества: по ним выплачиваются фиксированные проценты ежегодно; они надежнее, чем ценные бумаги, свидетельствующие об участии в акционерном капитале. Однако инвесторам следует учитывать и недостатки: облигации имеют определенный риск по процентной ставке и существует возможность того, что основная сумма будет утрачена, если процентная ставка увеличится и облигация упадет в цене; владельцы облигаций не имеют права голоса и, следовательно, не могут влиять на работу предприятия.

Финансирование за счет долговых обязательств рекомендуется в следующих случаях.

1. Если процентная ставка по долговому обязательству ниже, чем норма прибыли, которую можно получить на заемных денежных средствах.

2. Когда доход предприятия и прибыль стабильны, оно будет в состоянии погасить проценты и основную сумму долга как в удачные, так и в неудачные годы. При этом важно соблюдать разумные пределы, при которых обязательства по погашению процентов и основной суммы долга не будут превышать возможностей предприятия.

3. Если у предприятия имеется достаточная прибыль для погашение долгов.
4. При хорошем положении с ликвидностью и притоком денежных средств.
5. Если величина отношения долговых обязательств к акционерному капиталу невысока и предприятие может справиться с дополнительными обязательствами.
6. При невысоком уровне риска предприятия.
7. Когда цены акций предприятия понизились, а значит, выпуск новых обыкновенных акций в этот период нерентабелен.
8. Когда важно сохранить контроль над деятельностью предприятия.
9. Если предприятие обладает солидным опытом работы в данном виде бизнеса.
10. Если предполагаемый уровень инфляции обещает быть высоким и погашение долгового обязательства будет производиться более дешевой валютой.
11. Когда рынок продукции предприятия растет и отсутствует конкуренция.
12. Когда налоговая ставка высока и предприятие выигрывает за счет вычитания выплат процентов из своих налогов.
13. Если ограничения облигационного контракта не обременительны для предприятия.
14. Когда тенденции денежного рынка благоприятны и любые необходимые виды финансирования доступны.

В России облигационные займы могут выпускаться только известными акционерными компаниями, корпорациями и финансово-промышленными группами, платежеспособность которых не вызывает сомнений у инвесторов.

#### **7.4. Оптимизация структуры источников финансирования предпринимательской деятельности**

Рассмотрев основные источники финансирования предпринимательской деятельности, изучив их достоинства и недостатки, степень доступности и выгоды, любой предприниматель сталкивается с проблемой выбора наилучшего источника. У каждого хозяйственного субъекта ситуация с выбором оптимальной структуры источников финансирования определяется различными факторами.

Рассмотрим, как формировались источники финансирования, на примере конкретного хозяйствующего субъекта<sup>1</sup>. В соответствии с учредительными документами предприниматель осуществляет следующие виды деятельности:

- розничную торговлю в неспециализированных магазинах;
- розничную торговлю оборудованием для офисов, канцелярскими принадлежностями, книгами и газетами, фотопринадлежностями;
- деятельность в области фотографии.

Первоначальный объем финансовых ресурсов был сформирован за счет собственных накоплений предпринимателя и составлял 6000 дол. США или по курсу Банка России на дату регистрации 150 660 руб. Основная часть этих средств была распределена следующим образом:

- 1) приобретение патента на право осуществления хозяйственной деятельности в течение 6 месяцев — 3896 руб.;
  - 2) аренда оборудования — 5929,06 руб.;
  - 3) покупка расходных материалов для проявки пленки и изготовления фотографий — 47 402,10 руб.;
  - 4) покупка товаров — 82 830,65 руб.
- Итого: 140 057,81 руб.

Основная проблема, с которой столкнулся предприниматель при формировании первоначального объема финансовых ресурсов, — невозможность получения банковского кредита. Среди причин отказа в выдаче кредита назывались неимение солидной кредитной истории и отсутствие подходящего залога.

Все оборудование и помещения были взяты в аренду во временное пользование по договорам аренды нежилых помещений.

В ходе дальнейшего развития деятельности основным видом краткосрочного кредитования и источником финансирования предпринимателя стал коммерческий кредит поставщиков товаров и расходных материалов.

В соответствии с заключенными договорами купли-продажи оплата велась как в форме предоплаты, так и в виде оплаты после реализации в зависимости от условий договора. Расчеты после реализации товара представляют собой по существу коммерческий кредит, но на бесплатных условиях. Предприятие реализовало товар предприни-

<sup>1</sup> На основе данных и расчетов А.И. Кувшиновой.

мателю без предварительной оплаты с его стороны. После использования расходных материалов на производство фотографий и их оплаты со стороны покупателей часть вырученных средств возвращалась как оплата за поставленную продукцию. Среди преимуществ данной формы расчетов можно выделить следующие:

- производственный процесс у предпринимателя не останавливался при отсутствии собственных средств, поскольку расходные материалы поступали в том объеме и количестве, которые необходимы;
- для поставщика продукции было выгодно наличие на нее стабильного спроса.

Использование преимуществ коммерческого кредитования позволило предпринимателю осуществлять деятельность на протяжении 6 месяцев. По итогам работы за полугодие было принято решение о проведении анализа деятельности предприятия с целью выявления недостатков в работе и использования методов операционного анализа для определения оптимальной структуры источников финансирования деятельности.

В результате анализа показателей прошлого года выяснилось, что в течение двух месяцев деятельность предпринимателя была убыточной из-за высоких издержек (особенно переменных) на производство продукции, что привело к появлению кредиторской задолженности по арендной плате за имущество.

При анализе фактических данных, а также планируемых показателей на следующий квартал был определен порог рентабельности (точка безубыточности) деятельности предпринимателя, а также запас финансовой прочности. Были выявлены месяцы с высоким порогом рентабельности, после чего принято решение увеличить минимальный размер оборотных средств из доходов, полученных в предшествующий период.

Итогом проведения операционного анализа стал расчет силы действия операционного рычага. Действие его проявляется в том, что любое изменение выручки от реализации всегда влечет за собой большее изменение прибыли. Этот эффект обусловлен различной степенью влияния динамики постоянных и переменных затрат на формирование финансовых результатов деятельности хозяйствующего субъекта при изменении объема производства.

Высокая сила действия операционного рычага отразила высокие постоянные издержки предпринимателя. Было решено пересмотреть

арендные платежи по договорам аренды и приобрести дополнительное оборудование за счет различных источников.

Первый вариант предусматривал использование заемных источников в размере 150 тыс. руб. сроком на один год под 48% годовых.

При первом варианте финансирования предприниматель должен будет вернуть банку кредит вместе с процентами в размере 195 000 руб.

Второй вариант финансирования предполагал заключение договора лизинга с тем же предприятием.

Общая сумма лизинговых платежей, рассчитанная по формуле (46), вместе с платой за оборудование составила 199 500 руб.

В результате анализа двух видов финансирования выяснилось, что получение кредита для покупки оборудования обойдется предпринимателю дешевле на 4500 руб. Однако срок оформления кредита оказался неприемлемо долгим, поэтому в качестве источника финансирования покупки оборудования был выбран лизинг.

Для оценки результата от приобретения оборудования по лизингу был проведен расчет двух вариантов плановой суммы прибыли для случаев, когда предприниматель не приобретает и приобретает оборудование.

В результате сравнения обоих вариантов можно сделать вывод о том, что прибыль хозяйствующего субъекта от деятельности в области фотографии с приобретением оборудования уменьшится на 140 700 руб.

Несмотря на убыток от деятельности в области фотографии, он будет покрываться доходом от розничной торговли. В результате общий итог деятельности предпринимателя будет положительным.

Приобретение оборудования рассчитано на получение экономического эффекта от осуществления деятельности в долгосрочной перспективе. Если в планируемом году предприниматель получит прибыль меньшую, чем можно было бы получить, не приобретая оборудование, то уже в следующем году при тех же объемах предоставляемых услуг, с тем же объемом реализации товаров можно будет получить прибыль, значительно превышающую уровень предыдущего года, за счет сокращения размера затрат, связанных с арендой оборудования.



## ДОЛГОСРОЧНАЯ ФИНАНСОВАЯ ПОЛИТИКА

### Глава 8. Цена и структура капитала

---

#### 8.1. Цена капитала и методы ее оценки

Капитал является одним из факторов производства наряду с природными и трудовыми ресурсами. Капитал — стоимость, авансируемая в производство с целью получения прибыли.

Термин «капитал» неоднозначно трактуется в экономической литературе. С одной стороны, под капиталом подразумевают сумму акционерного капитала, эмиссионного дохода и нераспределенной прибыли. Величина капитала рассчитывается как разность между стоимостью активов фирмы и ее кредиторской задолженностью. С другой стороны, под капиталом понимают все долгосрочные источники средств.

Термин «капитал» часто используют и для характеристики активов предприятия, разделяя их на основной (долгосрочные активы, в том числе незавершенное строительство) и оборотный (все оборотные средства предприятия) капитал.

Встречается также определение капитала как общей стоимости средств в денежной, материальной и нематериальной формах, инвестированных в формирование его активов.

В западной литературе под капиталом понимают все источники средств, используемые для финансирования активов и операций, включая краткосрочную и долгосрочную задолженность, привилегированные и обыкновенные акции (пассив баланса).

Капитал предприятия формируется за счет различных финансовых источников как краткосрочного, так и долгосрочного характера. Привлечение этих источников связано с определенными затратами, которые несет предприятие. Совокупность этих затрат, выраженная в процентах к величине капитала, представляет собой цену (стоимость) капитала фирмы.

Концепция стоимости капитала является одной из базовых в теории финансового менеджмента. Стоимость капитала характеризует уровень рентабельности инвестированного капитала, необходимого для обеспечения высокой рыночной стоимости предприятия. Максимизация рыночной стоимости предприятия достигается в значительной степени за счет минимизации стоимости используемых источников. Показатель стоимости капитала используется в процессе оценки эффективности инвестиционных проектов и инвестиционного портфеля предприятия в целом.

Принятие многих решений в финансовом менеджменте (формирование политики финансирования оборотных активов, решение об использовании лизинга, планирование операционной прибыли предприятия и др.) базируется на анализе цены капитала фирмы.

Цена капитала предприятия складывается под влиянием многих факторов, главными из которых являются

- общее состояние финансовой среды, в том числе финансовых рынков;
- конъюнктура товарного рынка;
- средняя ставка ссудного процента, сложившаяся на финансовом рынке;
- доступность различных источников финансирования для конкретных предприятий;
- рентабельность операционной деятельности предприятия;
- уровень операционного левериджа;
- уровень концентрации собственного капитала;
- соотношение объемов операционной и инвестиционной деятельности;
- степень риска осуществляемых операций;
- отраслевые особенности деятельности предприятия, в том числе длительность производственного и операционного циклов, и др.

Определение стоимости капитала предприятия проводится в несколько этапов.

На первом этапе осуществляется идентификация основных компонентов, являющихся источниками формирования капитала фирмы. На втором — рассчитывается цена каждого источника в отдельности. На третьем — определяется средневзвешенная цена капитала на основании удельного веса каждого компонента в общей сумме инвестированного капитала. На четвертом — разрабатываются ме-

роприятия по оптимизации структуры капитала и формированию его целевой структуры.

Анализ структуры пассива баланса, характеризующего источники средств, показывает, что основными их видами являются:

- собственные источники — уставный капитал, фонды собственных средств, нераспределенная прибыль;
- заемные средства — ссуды банков (долгосрочные и краткосрочные), облигационные займы;
- временные привлеченные средства — кредиторская задолженность.

Краткосрочная кредиторская задолженность за товары, работы и услуги, по заработной плате и уплате налогов в расчете не участвует, так как предприятие не платит за нее проценты и она является следствием текущих операций в течение года, в то время как расчет цены капитала проводится на год для принятия долгосрочного финансового решения.

Краткосрочные ссуды банка, как правило, временно привлекаются для финансирования текущих потребностей производства в оборотных средствах, поэтому они также не учитываются при расчете цены капитала.

Таким образом, для определения цены капитала наиболее важными являются следующие его источники:

- заемные средства, к которым относятся долгосрочные ссуды и облигационные займы;
- собственные средства, которые включают обыкновенные и привилегированные акции и нераспределенную прибыль.

Важным моментом при определении цены капитала фирмы является вопрос, на какой базе следует производить все расчеты — доналоговой или посленалоговой. Так как целью управления предприятием является максимизация чистой прибыли, при анализе приходится учитывать влияние налогов.

Не менее важно, какую цену источника средств следует брать в расчет — историческую (на момент привлечения источника) или новую (маржинальную, характеризующую предельные затраты по привлечению новых источников финансирования). Очевидно, что только маржинальные затраты могут дать реальную оценку перспективных затрат предприятия, необходимых для составления его инвестиционного бюджета.

Основными элементами заемного капитала предприятия являются выпущенные им облигации и долгосрочные ссуды банка.

Цена заемного капитала зависит от многих факторов: вида используемых процентных ставок (фиксированной или плавающей), разработанной схемы начисления процентов и погашения долгосрочной задолженности, необходимости формирования фонда погашения задолженности.

Цена долгосрочных ссуд банка должна определяться с учетом налога на прибыль. Это связано с тем, что проценты за пользование ссудами банка включаются в себестоимость продукции, что уменьшает размер налогооблагаемой прибыли и сумму налога на прибыль, уплачиваемую предприятием. В результате увеличивается чистая прибыль предприятия. Поэтому цена долгосрочной ссуды банка ( $K_1$ ) будет меньше, чем размер процентов, уплачиваемых предприятием банку:

$$K_1 = p \times (1 - T), \quad (47)$$

где  $p$  — процентная ставка по долгосрочной ссуде банка;  
 $T$  — ставка налога на прибыль.

Эта формула в условиях России применима в том случае, если величина процентов по ссуде не превышает учетной ставки Банка России, увеличенной на 3%. Согласно Положению о составе затрат проценты по долгосрочным ссудам банка включаются в себестоимость предприятия только в таком размере.

Если процентная ставка по долгосрочной ссуде превышает установленный размер, цена источника увеличивается на размер этого превышения ( $p_2$ ):

$$p_2 = p_1 - (p_{\text{уб}} + 3\%), \quad (48)$$

где  $p_1$  — процентная ставка коммерческого банка;  
 $p_{\text{уб}}$  — учетная ставка Банка России.

Другим элементом заемного капитала являются облигации. Проценты, уплачиваемые по облигациям, в соответствии с законодательством РФ списываются предприятием из чистой прибыли. Таким образом, стоимость облигационного займа ( $K_2$ ) примерно равна величине процентов, уплачиваемых держателям облигаций, т.е. ее доходности ( $r$ ). В зависимости от вида облигации доходность рассчитывается по-разному. Показатель общей доходности купонной облигации без права досрочного погашения (или доходности к погашению)

рассчитывается как отношение среднегодового дохода к средней цене ее приобретения:

$$K_2 = r = [D + (M - P) : n] : [(M + P) : 2], \quad (49)$$

где  $D$  — купонный (годовой) процентный доход;  
 $M$  — номинальная или нарицательная стоимость облигации;  
 $P$  — текущая (рыночная) цена облигации;  
 $n$  — срок погашения облигации.

Если такой расчет затруднен, можно воспользоваться определением показателя текущей доходности облигации:

$$K_2 = r = (M \times p) : P, \quad (50)$$

где  $p$  — купонная ставка, %.

Так как выплаты процентов по облигациям подлежат налогообложению, налоговая корректировка по ним не производится.

Основными элементами собственных средств являются акции (обыкновенные и привилегированные) и нераспределенная прибыль. Стоимость привилегированных акций определяют по уровню дивидендов, выплачиваемых акционерам ( $K_3$ ):

$$K_3 = D : P, \quad (51)$$

где  $D$  — годовой дивиденд по акциям;  
 $P$  — текущая рыночная цена акции (без затрат на размещение).

Дивиденды по акциям также облагаются налогом, поэтому налоговая корректировка по ним не производится.

Цену акционерного капитала, представленного обыкновенными акциями, нельзя определить точно, так как размер дивидендов по ним заранее не известен и зависит от результатов работы предприятия. Стоимость этого источника принимается равной требуемой норме прибыли инвестора на обыкновенную акцию. Для расчета обычно используют три метода:

- 1) оценки доходности финансовых активов (САРМ);
- 2) дисконтированного денежного потока (модель Гордона);
- 3) доходности облигации фирмы плюс премия за риск.

Все они не исключают ошибок и неточностей в расчете показателей, поэтому ни один из них нельзя выделить в качестве предпочтительного. На практике рекомендуется применять все методы одновременно, а затем выбрать наиболее достоверный. Если результаты их применения сильно различаются, необходимо провести дополнительный анализ.

Модель оценки доходности финансовых активов (САРМ) предполагает, что цена собственного капитала ( $K_4$ ) равна безрисковой доходности плюс премия за риск:

$$K_4 = r_f + \beta_i \times (r_m - r_f), \quad (52)$$

где  $r_f$  — безрисковая доходность;  
 $r_m$  — требуемая доходность портфеля, или ожидаемый рыночный доход;  
 $\beta_i$  — коэффициент  $i$ -ой акции фирмы.

В качестве безрисковой доходности рекомендуется использовать процент по долгосрочным казначейским обязательствам со сроком погашения 20 лет.

Разность между требуемой доходностью портфеля и безрисковой доходностью представляет собой рыночную премию за риск ( $r_m - r_f$ ). Произведение  $\beta$ -коэффициента на рыночную премию за риск представляет собой премию за риск владения  $i$ -ой акцией.

$\beta$ -коэффициент является показателем систематического (или недиверсифицированного) риска (табл. 5). Он отражает уровень изменчивости конкретной ценной бумаги по отношению к усредненной и является критерием дохода на акцию по сравнению со средним доходом на рынке ценных бумаг.

Таблица 5

Общие стандарты для значений  $\beta$ -коэффициента

Значение $\beta$ -коэффициента	Размер риска
0	Доход от ценной бумаги не зависит от риска (безрисковая ценная бумага — казначейский вексель)
0,5	Ценная бумага реагирует в половину стоимости на изменение риска ценных бумаг
1,0	Ценная бумага реагирует полностью на изменение рынка ценных бумаг (средний риск)
2,0	Ценная бумага вдвойне реагирует на изменение рынка ценных бумаг

Вторым методом определения цены обыкновенных акций является расчет дисконтированного денежного потока, основанный на модели Гордона. Рыночная цена акции устанавливается как дисконтированная стоимость ожидаемого потока дивидендов:

$$P_0 = \sum_{t=1}^n D_t : (1 + r_t)^t, \quad (53)$$

где  $P_0$  — рыночная стоимость акции;  
 $D_t$  — ожидаемые дивиденды;  
 $r_t$  — требуемая доходность;  
 $t$  — количество лет.

Если доходность акции будет расти в постоянном темпе, для оценки ожидаемой доходности можно использовать следующую формулу:

$$P_0 = [D_0 (1 + g)] : (r - g) = D_1 : (r - g), \quad (54)$$

где  $D_0$  — последние выплаченные дивиденды;  
 $r$  — требуемая доходность акции, учитывающая риск;  
 $g$  — темпы прироста дивидендов (принимаются постоянными);  
 $D_1$  — ожидаемые дивиденды очередного периода.

Преобразовав эту формулу, получим упрощенную для расчета цены обыкновенных акций ( $K_5$ ):

$$K_5 = r = (D_1 : P_0) + g. \quad (55)$$

Стоимость новой обыкновенной акции превышает стоимость функционирующих акций на величину затрат на эмиссию и размещение выпуска, включающего расходы на печать, комиссионные сборы и др. Если выражать стоимость размещения займа в процентах, то формула для расчета стоимости новой обыкновенной акции будет иметь следующий вид:

$$K_5 = D_1 : [P_0 \times (1 - f)] + g, \quad (56)$$

где  $f$  — стоимость размещения займа, %.

Модель Гордона имеет ограничения в применении: она может использоваться только компанией, выплачивающей дивиденды. Кроме того, правильно определить темпы прироста дивидендов в перспективе достаточно сложно.

Третий метод определения цены обыкновенных акций основан на суммировании доходности собственных облигаций и расчетной премии за риск. Доходность к погашению облигаций компании можно определить по формулам (49) и (50). Сложнее оценить премию за риск.

Премия за риск рассматривается как превышение доходности акций предприятия над доходностью его облигаций. Поскольку

в разные периоды ее значения нестабильны, текущая премия за риск определяется двумя методами

- 1) на основе аналитического обзора,
- 2) дисконтированием денежного потока

При использовании аналитического обзора западными учеными был сделан вывод о том, что среднее значение премии за риск колеблется в пределах 2—4% и составляет около 3,6% для любой компании любой отрасли. В периоды с низкими процентными ставками размер премии за риск повышается до 6%, а при высоких ставках снижается до 3%.

При использовании дисконтирования денежного потока определяют требуемую рыночную доходность акций предприятия и превышение ее над доходностью средних облигаций предприятия. Однако эта величина тоже является недостаточно точной.

Другим источником собственного капитала является нераспределенная прибыль — это чистый доход предприятия, остающийся после налогообложения, выплаты дивидендов по привилегированным акциям и процентов по облигациям. Нераспределенная прибыль принадлежит владельцам обыкновенных акций и может быть использована на реинвестирование в развитие производства или выплату дивидендов акционерам. Голосуя за реинвестирование, акционеры считают наиболее выгодным вложение прибыли в рыночные активы, что равносильно приобретению новых акций предприятия. При этом ожидаемые доходы акционеров не должны быть ниже доходов от аналогичных инвестиций в другие рыночные активы с той же степенью риска.

Таким образом, цена нераспределенной прибыли представляет собой ожидаемую доходность обыкновенных акций предприятия и определяется теми же методами, что и цена обыкновенных акций.

Общая цена капитала ( $W$ ) представляет собой среднее значение цен каждого источника в общей сумме:

$$W = \sum_{i=1}^n K_i \times d_i, \quad (57)$$

где  $K_i$  — стоимость  $i$ -го источника средств,  
 $d_i$  — удельный вес  $i$ -го источника в общей сумме.

Средневзвешенная цена капитала показывает минимальный возврат средств предприятия на вложенный в деятельность капитал или



его рентабельность. Экономический смысл этого показателя состоит в том, что предприятие может принимать любые решения, в том числе и инвестиционного характера, если уровень их рентабельности не ниже текущего значения показателя средневзвешенной цены капитала.

Взвешивание может быть первоначальным или целевым. Первоначальное взвешивание основано на существующей структуре капитала, которая признается оптимальной и должна сохраниться в будущем, и может осуществляться по балансовой и рыночной стоимости источников.

Взвешивание по балансовой стоимости предполагает, что новое дополнительное финансирование будет осуществляться с использованием тех же методов, которые применялись для формирования существующей структуры капитала. При этом удельный вес каждого источника определяется делением его балансовой стоимости на балансовую стоимость всех долгосрочных источников капитала. Такой расчет позволяет оценить фактически сложившуюся структуру источников и связанные с ней расходы.

Однако главная цель расчета средней цены капитала заключается не только в оценке фактически сложившегося положения, но и в определении стоимости вновь привлекаемой денежной единицы с последующим использованием ее значения в качестве коэффициента дисконтирования при составлении бюджета капиталовложений. Для этого проводят взвешивание по рыночной стоимости источников капитала: рыночную стоимость каждого источника делят на общую рыночную стоимость всех источников. Этот метод является более точным по сравнению с предыдущим, так как учитывает реальную конъюнктуру фондового рынка и другие факторы.

Целевое взвешивание применяется в том случае, если предприятие хочет сформировать оптимальную для себя структуру капитала, когда запланированное соотношение собственных и заемных средств в общем объеме источников должно сохраняться в течение длительного промежутка времени.

Цена отдельных источников формирования капитала и его структура постоянно меняются под воздействием внутренних и внешних факторов деятельности предприятия. Одним из внутренних факторов является расширение объема новых инвестиций за счет собственных или привлеченных средств. Первый источник более дешевый, но ограничен в размерах, второй — не ограничен, но его цена зависит от структуры авансированного капитала. Изменение процентных

ставок на финансовом рынке приводит к изменению цены отдельных источников.

Понятие предельной цены капитала показывает цену последней денежной единицы вновь привлеченного капитала. Она рассчитывается на основе прогнозной величины расходов, которые предприятие понесет при воспроизводстве целевой структуры капитала в условиях сложившейся конъюнктуры фондового рынка. Предельная цена капитала увеличивается с ростом объемов привлеченных средств и изменении в структуре капитала.

Предельная цена капитала может оставаться неизменной, если увеличение капитала осуществляется за счет нераспределенной прибыли предприятия при сохранении неизменной его структуры. Однако существует определенная критическая точка, после которой взвешенная стоимость капитала будет увеличиваться при привлечении новых источников и изменении структуры капитала. Это точка разрыва (перелома) нераспределенной прибыли ( $x$ ), которая рассчитывается по формуле

$$x = \text{НП} \cdot Y_{\text{ск}}, \quad (58)$$

где  $\text{НП}$  — нераспределенная прибыль,  
 $Y_{\text{ск}}$  — удельный вес (доля) собственного капитала

Однако если цена заемных источников остается на прежнем уровне и структура капитала не меняется, то теоретически предельная цена капитала предприятия может остаться неизменной.

## 8.2. Модели структуры капитала

Структура капитала представляет собой соотношение собственных и заемных средств долгосрочного характера. Структура капитала определяет многие аспекты деятельности предприятия и оказывает прямое влияние на его финансовые результаты.

Управление структурой капитала является одной из наиболее важных и сложных задач финансового менеджмента. Оно заключается в создании смешанной структуры капитала, представляющей такое оптимальное соотношение собственных и заемных источников, при котором минимизируются общие капитальные затраты и максимизируется рыночная стоимость предприятия.

Решение использовать или не использовать заемные средства в качестве дополнительного источника финансирования обуславлива-

ет возникновение двух видов риска: производственного и финансового

Производственный риск измеряется колебаниями в рентабельности активов предприятия, обусловленными изменениями величины получаемой прибыли. Рентабельность активов (*ROA*) определяется как отношение дохода инвесторов к величине активов. При отсутствии заемных средств она рассчитывается как соотношение чистой прибыли к акционерному капиталу в форме обыкновенных акции

Рентабельность инвестируемого капитала (*ROI*), состоящего из собственных и заемных средств, определяется как соотношение чистой прибыли держателей обыкновенных акции с процентами за кредит к инвестируемому капиталу.

Производственный риск зависит от влияния различных факторов, важнейшими из которых являются динамика спроса и цены на продукцию, размер затрат на производство продукции и изменение удельного веса постоянных затрат в общей сумме затрат на предприятии (операционный рычаг).

Действие операционного рычага проявляется в том, что любое изменение выручки от реализации продукции отзывается более сильным изменением величины прибыли в связи с различной степенью влияния постоянных и переменных затрат в составе себестоимости на формирование финансовых результатов деятельности предприятия. Данная зависимость носит нелинейный характер, поэтому найти оптимальное сочетание постоянных и переменных расходов не легко. Чем выше доля постоянных расходов в составе себестоимости продукции, тем выше уровень операционного рычага. Для предприятий с большой долей постоянных расходов незначительное изменение объема производства может привести к существенному изменению прибыли. Если выручка от реализации снижается, сила воздействия операционного рычага возрастает независимо от изменения удельного веса постоянных затрат в общей их сумме. В этом случае каждый процент снижения выручки дает еще больший процент снижения прибыли. Если удельный вес постоянных затрат в себестоимости продукции велик, то небольшое снижение объема реализации приводит к значительному падению рентабельности акционерного капитала предприятия. Если выручка от реализации увеличивается, а удельный вес постоянных затрат снижается, сила воздействия операционного рычага убывает: каждый процент прироста выручки дает меньший процент прироста прибыли. Таким образом, операцион-

ный рычаг представляет собой потенциальную возможность влиять на прибыль предприятия путем изменения структуры себестоимости и объема выпуска продукции.

На практике для определения силы воздействия операционного рычага используют отношение валовой маржи к прибыли предприятия (см. табл. 3).

Идеальным вариантом является сочетание низкого уровня постоянных издержек с высокой валовой маржой за счет большого размера прибыли предприятия.

Сила воздействия операционного рычага больше на предприятиях с высокой степенью технической оснащенности за счет большой величины амортизационных отчислений, а также на предприятиях со значительным объемом заемных средств — за счет увеличения расходов по их обслуживанию. Чем выше операционный рычаг предприятия, тем больше его производственный риск, т.е. риск неполучения прибыли и покрытия произведенных затрат.

Необходимо учитывать влияние этого фактора при формировании структуры капитала и бюджета капиталовложений.

Финансовый риск при использовании заемных средств можно рассматривать как риск, связанный с недостатком средств для выплаты процентов и погашения долгосрочных ссуд и займов. На степень финансового риска указывает сила финансового рычага.

Действие финансового рычага характеризует целесообразность и эффективность использования предприятием заемных средств как источника долгосрочного финансирования хозяйственной деятельности. Использование заемных средств связано со значительными издержками. Каково должно быть оптимальное сочетание между собственными и привлеченными долгосрочными финансовыми ресурсами и как оно повлияет на прибыль?

Финансовый рычаг представляет собой потенциальную возможность влиять на прибыль предприятия путем изменения объема и структуры долгосрочных пассивов. Действие финансового рычага заключается в том, что предприятие, использующее заемные средства, изменяет чистую рентабельность собственных средств и свои дивидендные возможности.

Так как проценты за кредит относятся к постоянным издержкам, увеличение объема заемных средств усиливает действие операционного рычага, что в свою очередь ведет к возрастанию производственного риска.

По расчетам европейских экономистов, эффект финансового рычага определяется как приращение к чистой рентабельности собственных средств, получаемое за счет использования кредита:

$$\text{ЭФР} = (1 - T) \times (RA - p) \times \text{ЗК} \cdot \text{СК}, \quad (59)$$

где ЭФР — сила воздействия финансового рычага (прирост коэффициента рентабельности собственного капитала), %;

$T$  — ставка налога на прибыль;

$RA$  — экономическая рентабельность активов, %;

$p$  — средняя расчетная процентная ставка за кредит;

$\text{ЗК}$  — заемный капитал;

$\text{СК}$  — собственный капитал предприятия

Эта формула позволяет определить безопасный для предприятия объем заемных средств, наиболее выгодные условия кредитования и приемлемую ставку ссудного процента, а также облегчает налоговое бремя. Кредит будет выгодным для предприятия, если он увеличит эффект финансового рычага.

В формуле (59) можно выделить три основные составляющие:

1) налоговый корректор  $(1-T)$  показывает влияние налогообложения на эффект финансового рычага;

2) дифференциал финансового рычага  $(RA - p)$  характеризует разницу между коэффициентом валовой рентабельности активов и средней расчетной ставкой за кредит;

3) коэффициент финансового рычага  $(\text{ЗК} : \text{СК})$  характеризует сумму заемного капитала, используемого предприятием, приходящуюся на единицу собственного капитала.

Главным среди них является дифференциал финансового рычага, который характеризуется высоким динамизмом. Эффект финансового рычага проявляется в том случае, если он является положительной величиной; чем выше положительное значение дифференциала, тем выше эффект финансового рычага.

Коэффициент финансового рычага мультиплицирует положительный или отрицательный эффект, получаемый за счет значения дифференциала. При неизменном дифференциале коэффициент финансового рычага является главным генератором возрастания суммы и уровня прибыли на собственный капитал, а также финансового риска потери этой прибыли.

При неизменном коэффициенте финансового рычага положительная или отрицательная динамика его дифференциала генерирует

возрастание суммы и уровня прибыли на собственный капитал, а также финансового риска ее потери.

Финансовый риск можно также рассматривать как риск падения дивидендов и курса акций, возникающий у держателей обыкновенных акций при использовании заемного капитала. На них перекладывается и часть производственного риска, хотя он может компенсироваться более высоким ожидаемым доходом акционеров

Это американская концепция эффекта финансового рычага, которая основана на определении того, как изменение прибыли до налогообложения и уплаты процентов за кредит влияют на изменение чистой прибыли, приходящейся на каждую обыкновенную акцию.

$$\text{ЭФР} = \Delta EPS : \Delta EBIT = (P + I) : P, \quad (60)$$

где  $\Delta EPS$  — изменение чистой прибыли на акцию, %;  
 $\Delta EBIT$  — изменение прибыли до налогообложения и уплаты процентов за кредит;  
 $P$  — балансовая прибыль,  
 $I$  — проценты за кредит, включаемые в себестоимость

Таким образом, чем больше объем привлекаемых предприятием заемных средств, тем больше выплачивается по ним процентов и тем меньше прибыль, следовательно, тем больше сила воздействия финансового рычага.

Эффект финансового рычага состоит в том, что чем выше его значение, тем более нелинейный характер приобретает связь между прибылью на акцию и прибылью предприятия до выплаты налогов и процентов. Предприятию, пользующемуся кредитом, каждый процент изменения прибыли до налогообложения и уплаты процентов за кредит приносит больше процентов изменения чистой прибыли на акцию, чем предприятию, обходящемуся собственными средствами.

Знание механизма воздействия финансового рычага на уровень прибыльности собственного капитала и степень финансового риска позволяет целенаправленно управлять как стоимостью, так и структурой капитала предприятия. Чем больше финансовый рычаг, тем выше финансовый риск и стоимость капитала предприятия, так как увеличивается сумма процентов, выплачиваемая по заемным средствам. В результате изменения структуры капитала и привлечения заемных средств может возрасти рентабельность акционерного капитала.

По мере одновременного увеличения силы воздействия операционного и финансового рычагов все менее значительные изменения объема реализации и выручки приводят ко все более крупным изменениям чистой прибыли на акцию.

Это находит выражение в умножении двух сил — операционного (ЭОР) и финансового (ЭФР) рычагов и появлении общего операционно-финансового рычага (ЭОФР)

$$\text{ЭОФР} = \text{ЭОР} \times \text{ЭФР} \quad (61)$$

Он показывает общий риск для данного предприятия, связанный с возможным недостатком средств для покрытия текущих расходов и расходов по обслуживанию внешних источников средств.

Для того чтобы уровень операционного рычага был выгодным для держателей обыкновенных акций, объем реализации должен превышать точку безубыточности. Для того чтобы было выгодным привлечение заемных средств, цена заемного капитала должна быть меньше коэффициента рентабельности активов.

Проблемы возможности и целесообразности управления структурой капитала всегда находились в центре внимания экономистов. Основной вопрос сводился к следующему. Существует ли оптимальная структура капитала и как она влияет на стоимость капитала и стоимость самого предприятия?

Решение этого вопроса предлагалось в традиционном подходе и в теории Ф. Модильяни и М. Миллера.

В соответствии с традиционным подходом оптимальная структура капитала существует и цена капитала зависит от его структуры. Цена капитала зависит от цены собственной и заемной его составляющих. При изменении структуры капитала цена этих источников меняется. Небольшое увеличение доли заемного капитала в общем объеме источников не оказывает существенного влияния на рост цены собственных источников. С ростом доли заемных средств цена собственного капитала начинает увеличиваться, а цена заемного капитала сначала остается неизменной, а потом также начинает возрастать. Так как цена заемного капитала в среднем ниже цены собственного капитала, существует оптимальная структура капитала, при которой средневзвешенная цена капитала имеет минимальное значение, и, значит, цена предприятия будет максимальной.

Ф. Модильяни и М. Миллер заложили основы теории структуры капитала в 1958 г. Для проведения анализа были взяты две фирмы:

$L$  — фирма, использующая заемный капитал и являющаяся финансово зависимой, и  $U$  — финансово независимая фирма, не привлекающая заемные источники. При разработке своей модели Ф. Модильяни и М. Миллер ввели ряд условных ограничений:

1) наличие эффективных и совершенных рынков, отсутствие комиссионных брокерам, одинаковые процентные ставки для всех инвесторов (физических и юридических лиц), бесплатность и доступность информации, делимость ценных бумаг;

2) полное отсутствие налогов;

3) одинаковый уровень производственного риска для всех фирм;

4) одинаковое ожидание величины и рисковости будущих доходов всех инвесторов;

5) безрисковая процентная ставка по займам;

6) бессрочный характер всех потоков денежных средств, т.е. темпы прироста равны нулю, а доходы имеют постоянную величину;

7) вся прибыль фирм идет на выплату дивидендов.

Основываясь на этих допущениях, Ф. Модильяни и М. Миллер обосновали следующие положения.

1. При отсутствии налогов стоимость фирмы ( $V$ ) не зависит от способа ее финансирования, а определяется путем капитализации ее чистой операционной прибыли по ставке, соответствующей классу риска фирмы:

$$V_l = V_u = EBIT : W = EBIT \cdot K_{su}, \quad (62)$$

где  $W$  — средневзвешенная цена капитала фирмы,  
 $EBIT$  — чистая операционная прибыль до выплаты процентов и налогов;  
 $K_{su}$  — требуемая доходность акционерного капитала.

2. Цена акционерного капитала финансово зависимой фирмы равна цене акционерного капитала финансово независимой фирмы плюс премия за риск, определяемая как разность между ценами акционерного и заемного капитала для финансирования финансово независимой компании, умноженная на соотношение заемного и собственного капитала:

$$K_{sl} = K_{su} + (K_{su} - K_d) \times (D : S), \quad (63)$$

где  $K_{sl}$  — цена акционерного капитала финансово зависимой фирмы;  
 $K_{su}$  — цена акционерного капитала финансово независимой фирмы;  
 $K_d$  — постоянная цена заемного капитала;  
 $D$  — рыночная цена заемного капитала,  
 $S$  — рыночная цена акционерного капитала;  
 $(K_{su} - K_d)$  — премия за риск



Увеличение доли заемных источников в структуре капитала не увеличивает стоимость фирмы, так как выгода от более дешевого заемного капитала уравнивается увеличением цены ее акционерного капитала в связи с увеличением степени риска.

Таким образом, согласно выводам теории Модильяни — Миллера при отсутствии налогов цена капитала, а также стоимость самой фирмы не зависят от структуры источников капитала.

В качестве доказательства правомерности своей модели они воспользовались практикой арбитражных операций (операций по одновременной покупке и продаже одинаковых активов по разным ценам), состоящей в том, что инвесторы будут продавать акции дорогой фирмы и покупать акции дешевой фирмы, в результате чего произойдет выравнивание рыночной стоимости этих фирм за счет роста цен на акции одной фирмы в результате увеличения на них спроса и снижения цен на акции другой фирмы в результате падения спроса на них.

В 1963 г. появилась новая работа Модильяни — Миллера, в которой было учтено влияние налога на прибыль на стоимость капитала фирмы. Авторами был сделан вывод о том, что использование заемных источников увеличивает стоимость фирмы, так как проценты по займам вычитаются из налогооблагаемой прибыли, в результате чего увеличивается величина операционной прибыли. Уточненная теория структуры капитала содержит следующие основные положения.

1. Стоимость фирмы, использующей заемные средства, равна сумме стоимости финансово независимой фирмы (не использующей заемный капитал) и эффекта финансового левериджа:

$$V_l = V_u + T \times D, \quad (64)$$

где  $T$  — ставка налога на прибыль;  
 $D$  — рыночная цена заемного капитала

При этом:

$$V_u = EBIT(1 - T) : K_{su} \quad (65)$$

С возрастанием доли заемного капитала эффективность финансового рычага возрастает. В результате стоимость фирмы достигает максимальной величины при стопроцентном привлечении заемного капитала. При отсутствии заемного капитала стоимость фирмы равна рыночной цене акционерного капитала.

2. Цена собственного капитала фирмы, использующей заемные источники, равна цене собственного капитала финансово независимой фирмы и премии за риск, скорректированной с учетом налогообложения прибыли предприятия

$$K_{sl} = K_{su} + (K_{su} - K_d) \times (D/S) \times (1 - T) \quad (66)$$

В результате цена акционерного капитала увеличивается с меньшей скоростью, чем при отсутствии налогообложения, поэтому рост доли заемных средств в структуре капитала приводит к снижению стоимости привлеченного капитала и увеличивает стоимость фирмы с повышением уровня финансового левериджа

В 1976 г М Миллер разработал модель, отражающую влияние заемного финансирования на стоимость фирмы с учетом налогов на физических и юридических лиц. В расчет были приняты налог на личный доход от владения акциями ( $T_s$ ) и налог на личный доход от предоставления займов ( $T_d$ ). Согласно модели Миллера стоимость финансово независимой фирмы определяется по формуле

$$V_u = EBIT (1 - T) (1 - T_s) / K_{su} \quad (67)$$

При этом стоимость фирмы со смешанными источниками финансирования определяется по формуле

$$V_l = V_u + \{1 - [(1 - T) (1 - T_s)] (1 - T_d)\} \times D \quad (68)$$

Главный вывод из модели Миллера заключается в том, что учет налогов на личные доходы уменьшает выгоду от привлечения заемных источников, так как введение налогов снижает доход, остающийся в распоряжении инвесторов, и стоимость фирмы уменьшается.

Основные положения теории Модильяни — Миллера подвергаются критике многих экономистов. Главным ее недостатком является несоответствие большинства теоретических допущений реальной ситуации, складывающейся на рынках. В ее моделях не учитываются брокерские затраты, а также затраты, связанные с финансовыми затруднениями, агентские издержки и др. Вызывает сомнение и вывод о стопроцентном использовании заемного капитала с целью максимизации стоимости фирмы, которое вряд ли может быть осуществлено в действительности.

Это привело к появлению компромиссных моделей, учитывающих ряд недостатков предыдущей модели, сущность которых выражена формулой

$$V_f = V_u + T \times D - PV_f - PV_a, \quad (69)$$

где  $PV_f$  — приведенная стоимость ожидаемых затрат, связанных с финансовыми затруднениями,  
 $PV_a$  — приведенная стоимость ожидаемых затрат, связанных с агентскими отношениями

Затраты, связанные с финансовыми затруднениями, представляют собой дополнительные затраты предприятия при возникновении угрозы его банкротства. Они выражаются в прямых и косвенных затратах банкротства. Прямые затраты представляют затраты вследствие порчи имущества, оплаты правовых услуг, административных расходов и др. К косвенным относятся затраты на обеспечение специальных управленческих решений, связанных с финансовыми трудностями, действиями потребителей, поставщиков материалов и других контрагентов. Эти затраты достаточно велики и достигают иногда 20% стоимости фирмы.

Таким образом, финансовые затруднения повышают цену капитала за счет увеличения ожидаемой доходности акционерного капитала и уменьшают стоимость фирмы.

Агентские затраты представляют собой расходы по обеспечению управления предприятием и контроля за его эффективностью. Кроме того, существуют противоречия между интересами акционеров и владельцами облигаций, которые могут наложить определенные ограничения на управляющих, что приведет к дополнительным расходам по контролю за их соблюдением. В результате увеличится цена заемного капитала и уменьшится цена акционерного капитала, что снизит эффективность привлечения заемных средств. Оценка агентских затрат достаточно сложна и страдает определенным субъективизмом, однако их необходимо учитывать при определении цены капитала.

Таким образом, оптимальная структура капитала достигается в результате компромисса между получением определенной экономии за счет налогов в результате привлечения заемных средств и увеличением затрат, связанных с потенциальными финансовыми трудностями и агентскими расходами, вызванными ростом доли заемного капитала в общей структуре капитала.

Компромиссные модели могут использоваться при принятии решения о целесообразности привлечения заемных средств. Они позволяют сопоставить затраты, связанные с финансовыми затруднениями и агентскими расходами, с суммой экономии средств на налогах, возникающей в результате привлечения заемных средств.

Предприятию с высоким уровнем риска, у которого выше вероятность финансовых затруднений, следует использовать заемный капитал в меньшем объеме, чем низкорисковым предприятиям, которые могут привлекать заемный капитал в больших объемах. Естественным ограничителем здесь является величина налоговой экономии.

При использовании компромиссных моделей необходимо также учитывать, что предприятия, имеющие материальные активы, имеют больше возможностей привлекать заемные средства, чем те, у которых преобладают нематериальные активы. Это связано с тем, что величина затрат на преодоление финансовых затруднений зависит не только от вероятности их наступления, но и от возможного ущерба, который определяется формой активов предприятия (нематериальные активы обесцениваются быстрее, чем материальные).

Важное значение при выборе источников финансового обеспечения имеет размер ставки налогообложения. Предприятия с высокой налоговой ставкой имеют больший размер экономии при использовании заемного капитала, чем предприятия с небольшой ставкой, поэтому они могут привлекать больше заемных средств.

Несмотря на привлекательность компромиссные модели не всегда находят практическое применение. Профессор Г. Дональдсон на основе исследования практики формирования структуры капитала сделал вывод о том, что предприятия предпочитают финансировать свою деятельность преимущественно за счет нераспределенной прибыли и акционерного капитала. В случае нехватки средств для финансирования новых проектов они в первую очередь прибегают к займам и выпуску конвертируемых долговых обязательств, не выпуская новых обыкновенных акций. Таким образом, источники собственного капитала Г. Дональдсон разделил на две неравнозначные части: нераспределенную прибыль и новые обыкновенные акции, что противоречит компромиссным моделям.

Дальнейшее развитие компромиссные модели получили в трудах профессора С. Майерса, объединенных в теорию асимметричной информации структуры капитала. Суть ее заключается в том, что менеджеры лучше осведомлены о реальном состоянии дел и перспективах развития предприятия, чем его акционеры и другие инвесторы. Это и следует учитывать при разработке оптимальной структуры капитала предприятия. На практике эта теория реализуется путем ограничения выпуска новых обыкновенных акций по пониженным ценам и сохранения резервного заемного потенциала предприятия за

счет высокой доли акционерного капитала и низкого уровня задолженности. Этот резервный потенциал может использоваться дополнительно для привлечения заемных средств в случае крайней необходимости.

### 8.3. Структура капитала и рыночная стоимость предприятия

Структура капитала оказывает прямое воздействие на рыночную стоимость предприятия. Рыночная стоимость действующего предприятия определяется путем оценки его будущих денежных потоков. Расчет связан с выбором ставки дисконтирования, основанной на уровне доходности, и оценкой ожидаемого риска.

Определение рыночной стоимости предприятия осуществляется в несколько этапов.

На первом этапе прогнозируется ожидаемая величина текущей прибыли компании на длительный период. Текущая прибыль представляет собой прибыль до выплаты процентов, но после уплаты налогов. Этим достигается независимость размеров денежных потоков от структуры источников финансирования текущей деятельности предприятия. Затем текущая прибыль увеличивается на величину списанного износа основного капитала и нематериальных активов и на сумму отложенных налогов, а также учитываются другие элементы, не отразившиеся на денежных потоках.

На следующем этапе определяется общая величина будущих капитальных затрат, необходимых для обеспечения производственной деятельности и поддержания текущего уровня прибыли предприятия. К ним относятся затраты на приобретение машин и оборудования, проведение научных исследований, увеличение оборотного капитала.

В результате получают чистые денежные потоки предприятия, которые используют при оценке его рыночной стоимости.

Чистые денежные потоки представляют собой капитал предприятия, который находится в его распоряжении и может использоваться для выполнения обязательств предприятия перед инвесторами (на выплату процентов, дивидендов, погашение долга и выкуп своих акций).

Рыночная стоимость компании ( $V$ ) равна чистой текущей стоимости, полученной в результате дисконтирования суммы чистых денежных потоков по приемлемой ставке доходности:

$$V = \sum_{t=1}^n D_t : (1+r)^t, \quad (70)$$

где  $D$  — годовые чистые денежные потоки,  
 $r$  — ставка доходности;  
 $t$  — количество лет.

Если предположить, что доходы предприятия приблизительно одинаковы в течение нескольких лет, а срок его деятельности не ограничивается определенным числом лет, то формула упрощается:

$$V = D : r. \quad (71)$$

В качестве дохода здесь выступает показатель прибыли до выплаты процентов и налогов, уменьшенный на величину налога на прибыль и других обязательных отчислений от прибыли.

В качестве приемлемой ставки доходности используется средневзвешенная стоимость капитала ( $W$ ). Это связано с тем, что предприятие ежегодно получает одинаковый уровень доходов, используемый для покрытия расходов по обслуживанию источников формирования капитала, к которым относятся выплаты дивидендов акционерам и процентов кредиторам. Если допустить, что вся чистая прибыль распределяется между акционерами, то общий уровень расходов предприятия по обслуживанию источников формирования капитала равен величине средневзвешенной стоимости капитала.

Таким образом, текущая рыночная стоимость предприятия ( $V$ ) может быть найдена по формуле

$$V = EBIT(1 - T) : W, \quad (72)$$

где  $EBIT(1 - T)$  — чистая прибыль предприятия после уплаты налогов, но до уплаты процентов,

$W$  — средневзвешенная цена капитала.

Чистая прибыль представляет собой общую сумму средств, затраченных на обслуживание собственного и заемного капитала. Источником этих затрат является прибыль предприятия до выплаты процентов и налогов, уменьшенная на сумму налога на прибыль и другие обязательные отчисления от прибыли.

Прибыль предприятия сначала направляется на выплату процентов за пользование заемными средствами, затем — на выплату дивидендов держателям акций предприятия. Оставшаяся часть нераспределенной прибыли используется на финансирование инвестиционных проектов, т.е. на реинвестирование.

Отсюда следует, что рыночная стоимость предприятия зависит от влияния двух факторов: величины чистой прибыли и средневзвешенной цены капитала

Таким образом, чтобы рыночная стоимость предприятия была максимальной, величина чистой прибыли должна быть наибольшей, а средневзвешенная цена капитала — наименьшей.

Минимизация средневзвешенной цены капитала достигается путем оптимизации структуры источников его формирования на базе использования различных моделей, в том числе модели Модильяни — Миллера и компромиссных вариантов. При этом учитывается эффект финансового рычага, определяющий уровень допустимого финансового риска для предприятия.

Главной целью формирования рациональной структуры источников средств предприятия является установление такого соотношения между собственными и заемными средствами, при котором стоимость акции предприятия будет наибольшей. Этого можно достичь при достаточно высоком уровне финансового рычага. При этом размер задолженности характеризует финансовую устойчивость предприятия для его акционеров и потенциальных инвесторов. Если удельный вес заемных средств в структуре капитала велик, увеличивается и степень финансового риска. Если предприятие пользуется только собственными средствами, уровень их рентабельности не позволяет выплачивать акционерам высокие дивиденды, что снижает цену акций и рыночную стоимость самого предприятия.

## Глава 9. Дивидендная политика предприятия

---

### 9.1. Дивиденд и его значение в экономике предприятия

Понятие дивидендной политики непосредственно связано с распределением прибыли в акционерных обществах. Однако принципы и методы распределения прибыли применимы не только к акционерным обществам, но и к предприятиям других организационно-правовых форм. При этом вместо терминов «акция», «дивиденд» будут использоваться термины «пай», «вклад», «прибыль на вклад». Механизм же выплаты доходов собственникам остается таким же.

Распределение прибыли в акционерном обществе представляет собой наиболее сложный вариант. В принципе, под дивидендной

политикой можно понимать механизм формирования доли прибыли, выплачиваемой собственникам в соответствии с долей их вклада в капитал предприятия.

Дивиденды представляют собой денежный доход акционеров и в определенной степени показывают, насколько успешно работает коммерческая организация, в акции которой они вложили свои средства. Большая часть предприятий основным источником финансирования своей деятельности считает реинвестированную прибыль. Поскольку выплата дивидендов уменьшает объем реинвестируемой прибыли, решение о размере и порядке их выплаты является решением о финансировании деятельности предприятия и влияет на размер привлекаемых источников капитала. Реинвестирование прибыли — одна из самых распространенных и наиболее дешевых форм финансирования инвестиционных программ, поскольку позволяет избежать дополнительных расходов по привлечению новых источников финансирования (например, при дополнительной эмиссии акций, получении банковского кредита) и оставляет контроль за деятельностью предприятия в руках нынешних собственников. В настоящее время до 91% инвестиций у 402 зарегистрированных на лондонской бирже компаний, действующих в сфере производства, распределения, строительства и транспорта, осуществляется за счет реинвестируемой прибыли.

Важнейшей задачей дивидендной политики является оптимальное сочетание интересов акционеров с необходимостью достаточного финансирования развития предприятия. Чем большая часть чистой прибыли направляется на выплату дивидендов, тем меньшая часть остается на самофинансирование, что ведет к сокращению темпов роста собственного капитала, выручки и платежеспособности. Вместе с тем, если акционеры не получают достаточной прибыли на инвестированный капитал и начнут избавляться от ценных бумаг данного предприятия, снизится его рыночная стоимость и нынешние собственники утратят контроль над акционерным капиталом.

Для выработки собственной дивидендной политики предприятию необходимо решить два принципиальных вопроса:

- 1) влияет ли величина выплачиваемых дивидендов на совокупное богатство акционеров;
- 2) какова должна быть оптимальная величина дивидендов.

Совокупный доход акционеров за определенный период складывается из суммы полученного дивиденда и прироста курсовой стои-



мости акций, поэтому, определяя оптимальный размер дивидендных выплат, руководство может повлиять на стоимость предприятия в целом.

На основании модели М. Гордона (см. формулу (54)) можно сделать вывод, что чем больше ожидаемый дивиденд и темп его прироста, тем больше теоретическая стоимость акций и благосостояние акционеров.

Однако выплата дивидендов уменьшает возможности рефинансирования прибыли, что с позиций долгосрочной перспективы может отрицательно повлиять на доходы и благосостояние собственников. Отсюда следует, что большие дивиденды акционерам невыгодны.

Существуют три основные теории дивидендной политики:

- 1) иррелевантности дивидендов;
- 2) существенности дивидендной политики;
- 3) налоговой дифференциации.

Ф. Модильяни и М. Миллер<sup>1</sup> аргументированно обосновали теорию иррелевантности дивидендов, утверждая, что стоимость фирмы определяется исключительно доходностью ее активов и инвестиционной политикой и пропорции распределения дохода между дивидендами и реинвестированной прибылью не оказывают влияния на совокупное богатство акционеров. Следовательно, оптимальной дивидендной политики как фактора повышения стоимости фирмы не существует.

Ф. Модильяни и М. Миллер основывались на следующих предположениях:

- существуют только совершенные рынки капитала, подразумевающие бесплатность и равнодоступность информации для всех инвесторов, отсутствие трансакционных расходов (затрат по выпуску и размещению акций), рациональность поведения акционеров;
- новая эмиссия акций полностью размещается на рынке;
- отсутствуют налоги;
- для инвесторов равноценны дивиденды и доходы от прироста капитала.

Рассматривая дивиденды как пассивный остаток, размер которого определяется наличием выгодных инвестиционных проектов, авторы теории разработали три варианта выплаты дивидендов:

1) если доходность инвестиционного проекта превышает необходимый уровень рентабельности, акционеры предпочтут реинвестировать прибыль;

2) если ожидаемая прибыль от инвестиций находится на уровне необходимой, для инвестора ни один из вариантов не является предпочтительным,

3) если ожидаемая прибыль от инвестиций не обеспечивает необходимый уровень рентабельности, акционеры предпочтут выплату дивидендов.

Если предприятие при реализации инвестиционного проекта может получить прибыль, превышающую рыночный уровень капитализации, то акционеры готовы предоставить на инвестиционные цели столько чистой прибыли, сколько необходимо для финансирования всех проектов такого же уровня. Размер дивидендов в этом случае определяется остаточным способом после покрытия всех инвестиционных затрат.

Распределение прибыли при наличии инвестиционного проекта с необходимым уровнем рентабельности возможно тремя способами:

1) реинвестированием всей чистой прибыли;

2) направлением всей прибыли на выплату дивидендов, финансированием проекта за счет дополнительной эмиссии акций;

3) направлением части прибыли на выплату дивидендов и компенсацией этой части дополнительным выпуском акций.

Последовательность определения размера дивидендов, по мнению авторов, должна быть такова:

- составляется оптимальный бюджет капиталовложений и рассчитывается требуемая сумма инвестиций;

- формируется структура источников финансирования проекта при условии максимально возможного использования чистой прибыли на инвестиционные цели;

- оставшаяся часть прибыли выплачивается собственникам в виде дивидендов.

Оптимальность дивидендной политики понимается таким образом, что выплата дивидендов производится лишь после того, как проанализированы все возможные эффективные направления реинвестирования прибыли и профинансированы все приемлемые инвестиционные проекты. Исходя из этого возможны ситуации, когда чистая прибыль полностью направляется на накопления и дивиденды не начисляются и, наоборот, когда вся прибыль направляется на выплату дивидендов.

В этой теории влияние дивидендных выплат на благосостояние акционеров компенсируется другими средствами, например дополнительной эмиссией ценных бумаг. Одно из основных положений теории заключается в том, что если вся прибыль использована на выплату дивидендов, а для осуществления инвестиционного решения направляются средства от дополнительной эмиссии акций, то дисконтированная цена акций после финансирования всех приемлемых проектов вместе с выплаченными по остаточному принципу дивидендами в сумме эквивалентна цене акций до распределения прибыли. Сумма выплаченных дивидендов равна расходам по мобилизации дополнительных источников финансирования. Таким образом, падение рыночной цены акций, вызванное дополнительной эмиссией, полностью компенсируется выплатой дивидендов, следовательно, для акционеров не существует разницы между дивидендами и накоплением.

Теория ирревалентности дивидендной политики подверглась критике, потому что на практике инвестору не безразлично, получит он доход на вложенный капитал в форме дивидендных выплат или в форме повышения курса акций фирмы. В реальной жизни, как правило, сокращение размера дивидендов приводит к падению курса акций, а увеличение — к его росту. По мнению же Ф. Модильяни и М. Миллера, инвестор ориентируется в первую очередь не на размер текущих дивидендных выплат, а на благоприятные тенденции в развитии фирмы и устойчивые прибыли в будущем. Не размер текущих дивидендных выплат, а ожидаемые прибыли и повышение спроса на акции определяют поведение инвестора.

На практике же акционеры предпочитают дивиденды, потому что их выплата свидетельствует об устойчивости предприятия на рынке. Повышение дивидендов обычно рассматривается как сигнал о благоприятных тенденциях роста прибыли, на который реагирует и курсовая стоимость акций. Считается, что инвесторы используют размер дивидендных выплат как индикатор будущего состояния предприятий и ожиданий его руководства.

Нередко инвесторы предпочитают выплату дивидендов росту стоимости предприятия по той причине, что во многих странах дивиденд и доход от капитализации облагаются налогом по разным ставкам. Если ставка налога на доход с капитала больше, чем ставка налога на дивиденды, акционеры предпочтут дивидендные выплаты. Например, по налоговому законодательству США 1992 г. дивиденд-

ный доход облагался по ставке 31%, а доход от прироста капитала — по ставке 28% (и лишь после действительной продажи акций)<sup>1</sup>.

В российской практике дивидендный доход облагается налогом по ставке 30%, аналога налога на доход от капитализации не существует (для сравнения: налогом на имущество облагается не прирост стоимости имущества, а его средняя величина за период; НДС начисляется на прирост добавленной стоимости, а не капитала).

Теория Модильяни — Миллера не учитывает некоторые интересы акционерных обществ. Для предприятий преимущество реинвестирования прибыли перед дивидендными выплатами заключается в том, что дополнительная эмиссия акций, восполняющая средства, выплаченные в форме дивидендов, обходится дороже по сравнению с реинвестированием из-за эмиссионных расходов. В результате издержек по размещению ценных бумаг приток внешнего финансирования составляет менее одного рубля на каждый рубль выплаченных дивидендов.

Кроме того, теория Модильяни — Миллера не учитывает транзакционных издержек, т.е. расходов, связанных с куплей-продажей ценных бумаг. Акционеры, лишенные дивидендов, но желающие получить текущий доход путем реализации своих акций по возросшей курсовой стоимости, должны уплатить брокерскую комиссию за их продажу, причем размер ее, как правило, обратно пропорционален количеству реализуемых ценных бумаг.

Оппоненты теории Модильяни — Миллера — сторонники теории существенности дивидендной политики М. Гордон и Дж. Линтнер. Второе название их теории — «синица в руках», а основной аргумент — лучше синица в руках, чем журавль в небе.

Сторонники этой теории считают, что дивидендная политика существенно влияет на величину совокупного богатства акционеров. Исходя из стремления избежать риска акционеры всегда предпочтут дивидендные выплаты сегодня потенциально возможным выплатам в будущем, в том числе и приросту стоимости капитала. Поскольку размер выплачиваемых дивидендов свидетельствует о стабильности и целесообразности инвестирования в данную фирму, акционеров удовлетворяет меньшая норма прибыли на инвестированный капитал, что приводит к возрастанию рыночной стоимости фирмы. Отказ же фирмы от выплаты дивидендов увеличивает риск инвестирования и

<sup>1</sup> Ковалев В.В. Введение в финансовый менеджмент. — М.: Финансы и статистика, 1999.

вызывает повышение требуемого уровня нормы дохода, что ведет к снижению рыночной стоимости капитала. Таким образом, путем увеличения доли прибыли, направляемой на дивидендные выплаты, фирма может повысить благосостояние акционеров.

Сторонники теории налоговой дифференциации, разработанной Р. Литценбергером и К. Рамсвами, считают, что для акционеров важнее не дивидендная доходность, а доход от капитализации стоимости. Поскольку в США доход от капитализации облагается налогом по меньшей ставке, чем полученные дивиденды, инвестиции в предприятие, накапливающие прибыль, но не выплачивающие дивиденды, должны быть более прибыльными. Однако из-за разницы в ставках налогообложения этих доходов акционеры должны требовать больший дивидендный доход, чтобы компенсировать свои потери в связи с повышенным уровнем налогообложения. Следовательно, предприятию невыгодно выплачивать большие дивиденды, поскольку его рыночная стоимость максимизируется при низком уровне расходов на дивидендные выплаты.

В различных странах неодинаково подходят к проблемам установления ставок налогообложения этих видов доходов для отдельных категорий налогоплательщиков. В ФРГ и Японии накопленная прибыль облагается налогом по более высокой ставке, чем выплаченные дивиденды, во Франции — наоборот, в Великобритании, Австралии и Канаде ставки налога на дивидендный доход и реинвестированную прибыль одинаковы. Во многих странах ставки налогов дифференцированы для различных категорий налогоплательщиков, поэтому дивидендная политика акционерных обществ строится в зависимости от той или иной группы инвесторов.

Таким образом, хотя предприятия не обязаны выплачивать акционерам в каждом отчетном периоде весь свободный остаток средств, большинство крупных компаний на Западе предпочитают регулярно выплачивать дивиденды. Статистические данные обследования в 1987 г. компаний, котирующих ценные бумаги на Нью-Йоркской и Американской фондовых биржах, показали, что 76% из них выплачивают дивиденды акционерам<sup>1</sup>. Как показывает практика, изменения в политике выплаты дивидендов немедленно отражаются на курсовой стоимости ценных бумаг фирмы.

<sup>1</sup> Ковалев В.В. Введение в финансовый менеджмент. — М.: Финансы и статистика, 1999.

Таким образом, в настоящее время единой дивидендной политики акционерных обществ не существует. На разных этапах становления и развития, при различных ситуациях на рынке предприятия стремятся либо форсировать накопление, либо наращивать дивидендный доход акционеров. По мнению американского экономиста Дж. Ван Хорна, безграничное увеличение дивидендных выплат, превышающее размер прибыли, остающейся после финансирования прибыльных инвестиций, возможно лишь при условии постоянного спроса на данные акции. Большинство же ученых, отдавая предпочтение выплате умеренных дивидендов, чем их полному отсутствию, все же не делают однозначного вывода о прямой зависимости между размером дивидендных выплат и рыночной стоимостью фирмы. Большинство экономистов также высоко оценивают значение снижения налоговых потерь при реинвестировании прибыли<sup>1</sup>.

Следовательно, выбор проводимой дивидендной политики в каждый отдельный период времени определяется необходимостью решения взаимосвязанных задач:

- максимизации совокупного богатства акционеров в форме дивидендных выплат и прироста стоимости предприятия;
- обеспечения достаточного объема собственных финансовых ресурсов для осуществления расширенного воспроизводства.

В Методических рекомендациях по разработке финансовой политики предприятия Минэкономразвития России в частности отмечается, что классическая формула: курс акций прямо пропорционален размеру дивидендов и обратно пропорционален процентной ставке по альтернативным вложениям на практике применима не во всех случаях. Инвесторы могут высоко оценить стоимость акций предприятия, не выплачивающего дивиденды, если они хорошо информированы о программах его развития, причинах невыплаты дивидендов и направлениях реинвестирования прибыли.

## 9.2. Управленческий подход в определении дивидендной политики

Основными этапами формирования дивидендной политики акционерных обществ являются:

<sup>1</sup> Дж. Ван Хорн. Основы управления финансами.— М.: Финансы и статистика, 1999.

- оценка основных факторов, определяющих формирование и проведение дивидендной политики;
- выбор типа дивидендной политики и методики выплаты дивидендов;
- разработка механизма распределения прибыли в соответствии с избранным типом дивидендной политики;
- определение уровня дивидендов на одну акцию (показатель дивидендного выхода);
- оценка эффективности проводимой дивидендной политики.

При разработке и проведении дивидендной политики фирма должна учесть множество различных критериев. Теоретические обоснования, общие для всех предприятий, нами уже рассмотрены. Другими факторами, определяющими практическое проведение дивидендной политики, являются:

- правовое регулирование дивидендных выплат;
- обеспечение достаточного размера средств для расширения производства;
- поддержание достаточного уровня ликвидности;
- сопоставление стоимости собственного и привлеченного капитала;
- соблюдение интересов акционеров;
- информационное значение дивидендных выплат.

Рассмотрим воздействие перечисленных факторов на проводимую дивидендную политику более подробно.

Формирование и проведение дивидендной политики в значительной мере зависит от законодательно установленных принципов и правил, имеющих существенные национальные особенности. Законодательно устанавливаемые ограничения носят не рекомендательный, а обязательный характер (например, запрет на выплату дивидендов до налогообложения прибыли). В России основным законодательным актом, регулирующим дивидендную политику предприятий, является Закон «Об акционерных обществах», который определяет источники, возможную периодичность, порядок и процедуру выплаты дивидендов. Регулярность конкретных дивидендных выплат устанавливается уставом акционерного общества.

В большинстве стран законодательством разрешено использовать для выплаты дивидендов либо только прибыль (включая прибыль текущего года и нераспределенную прибыль прошлых лет), либо прибыль и эмиссионный доход. В США и Великобритании, напри-

мер, действуют три общих правила дивидендной политики: эрозии капитала, чистых прибылей, неплатежеспособности. Согласно правилу эрозии капитала запрещена выплата дивидендов за счет уставного капитала. По правилу чистых прибылей дивиденды могут выплачиваться только из прибыли текущего и предыдущих периодов. Согласно британскому законодательству эмиссионный доход входит в число нераспределяемых резервов и не может быть направлен на выплату дивидендов; в США этого ограничения нет, на дивидендные выплаты не может быть использован лишь уставный капитал в балансовой оценке. Правило неплатежеспособности означает запрет на выплату дивидендов предприятием, если сумма его обязательств перед кредиторами превышает величину реальных активов.

Другим примером законодательных ограничений в проведении дивидендной политики является дополнительное налогообложение превышения нераспределенной прибыли над установленным нормативом. Поскольку ставка налога на дивидендный доход физических лиц превышает ставку налога на капитализируемый доход (причем налог взимается лишь после реализации дохода), предприятия, перенося выплату дивидендов на последующие периоды, пытаются снизить уровень налогообложения. В этом случае сверхнормативное превышение накапливаемой прибыли (например, в США — 250 тыс. дол.) подлежит дополнительному налогообложению.

Инвестиционные возможности предприятия можно назвать одним из главных критериев выбора дивидендной политики. Большинство предприятий практически постоянно сталкиваются с проблемой поиска финансовых источников для наращивания производственных мощностей, обновления материально-технической базы. В этих случаях нередко прибегают к практике ограничения дивидендных выплат.

К факторам, характеризующим инвестиционные возможности предприятий, относятся следующие:

- стадия жизненного цикла, поскольку на ранних этапах развития предприятие вынуждено большую часть средств инвестировать в воспроизводство;
- конъюнктурный цикл товарного рынка, поскольку в период подъема конъюнктуры значительно возрастает значение капитализации прибыли и сокращаются возможности дивидендных выплат;
- необходимость расширения инвестиционных программ, так как при активизации инвестиционной деятельности по обновлению



основных фондов и нематериальных активов возрастает потребность в реинвестируемой прибыли и сокращается размер дивидендов;

- степень готовности планируемых инвестиционных проектов, поскольку при благоприятной конъюнктуре рынка для их осуществления потребуются концентрация собственных финансовых ресурсов.

Для определения возможностей и размеров дивидендных выплат необходимо прогнозировать потребности предприятия в средствах, принимая во внимание ожидаемые денежные потоки, объемы инвестиций, возможное увеличение запасов и объема дебиторской задолженности, сокращение долгов и другие факторы, влияющие на состояние активов. Итогом составления прогноза должно стать определение сроков и размеров потоков предполагаемых средств. На основе этих расчетов можно определить, останутся ли у предприятия средства для дивидендных выплат после финансирования всех необходимых расходов, включая инвестиционные проекты.

При отсутствии возможностей выгодного инвестирования прибыли в развитие предприятия акционер предпочтет получить более высокие дивиденды сегодня с целью их вложения в другие предприятия.

Хотя законодательного регулирования пропорций распределения чистой прибыли предприятий не существует, во многих учредительных документах специально оговаривается минимальная доля прибыли отчетного года, обязательная к реинвестированию.

Необходимым условием принятия решения о дивидендных выплатах должно являться обеспечение достаточного уровня ликвидности активов предприятия. Поскольку выплата дивидендов акционерам вызывает сокращение активов, предприятие должно располагать для выплаты дивидендов достаточной суммой активов в форме денежных средств на расчетном счете или высоколиквидных активов, свободных от обязательств. К дате выплаты дивидендов акционерное общество должно по возможности максимизировать кассовый остаток и высоколиквидные средства. Растущее предприятие, например, получившее в текущем году значительную прибыль, может оказаться не готовым к выплате дивидендов вследствие отсутствия достаточного количества ликвидных активов в структуре баланса. При решении вопроса о дивидендных выплатах необходимо заранее оценить ликвидность на момент выплаты и составить прогноз движения денежных средств на следующий финансовый год.

Ликвидность предприятия определяется его инвестиционными решениями о степени расширения активов, и решениями о финан-

сировании — определении источников средств для покрытия этой потребности. Привлечение внешних источников средств для дивидендных выплат требует дополнительных расходов и еще в большей степени снижает ликвидность предприятия. Таким образом, существенным фактором ограничения дивидендных выплат является необходимость поддержания достаточной степени ликвидности. С другой стороны, сохранить существующий уровень ликвидности можно, выплатив дивиденды путем дополнительной эмиссии акций.

На возможность выплаты и размер дивидендов помимо суммы прибыли и уровня рентабельности собственного капитала влияет эффект финансового левериджа. Он зависит от сложившегося к моменту дивидендных выплат соотношения собственного и заемного капитала. Если у предприятия есть возможность быстро получить заемные средства к моменту выплаты дивидендов, то оно может определять размер дивидендных выплат независимо от степени ликвидности своих активов.

К факторам, характеризующим возможность формирования финансовых ресурсов за счет внешних источников, относятся:

- достаточность резервного капитала, сформированного в предшествующие периоды;
- стоимость привлечения дополнительного акционерного капитала;
- доступность кредитов на финансовом рынке;
- стоимость привлечения дополнительного заемного капитала;
- уровень кредитоспособности предприятия, определяемый его финансовым состоянием.

Нередко договор о кредитовании содержит условия по ограничению размера выплачиваемых дивидендов (например, установление максимального процента доходности акций) для обеспечения достаточного размера средств, необходимых для обслуживания долга. Кроме того, неотложность платежей по ранее полученным кредитам может привести к невозможности выплаты дивидендов, поскольку поддержание кредитоспособности предприятия является более приоритетной задачей по сравнению с выплатой дивидендов.

Совокупный доход акционеров складывается из двух источников: дивидендного дохода и прироста стоимости капитала. Прирост стоимости акционерного капитала зависит от динамики рыночной цены акций предприятия. Рост курса акций определяется многими факторами: общим финансовым положением предприятия на рынке

капитала, товаров, его финансовой независимостью, рентабельностью, уровнем и динамикой дивидендных выплат. Формируя дивидендную политику, предприятие может повлиять и на курсовую стоимость своих акций.

Если на рынке появятся альтернативные варианты инвестирования средств с аналогичной степенью риска, но с большей нормой прибыли на вкладываемый капитал, акционеры могут потребовать более высоких дивидендных выплат.

Важным фактором, влияющим на проводимую дивидендную политику, является угроза возможной утраты контроля над управлением предприятием. Для поддержания стабильного уровня дивидендных выплат часто прибегают к дополнительной эмиссии акций в качестве источника покрытия дивидендных выплат, что приводит к появлению новых акционеров и размыванию капитала. Низкий же уровень дивидендов может вызвать снижение курсовой стоимости акций и их массовый сброс акционерами, что в случае скупки ценных бумаг конкурентами приведет к утрате финансовой самостоятельности предприятия.

Большинство предприятий стараются придерживаться стабильной дивидендной политики, поскольку для многих инвесторов, менеджеров и аналитиков показатель дивидендного дохода является одним из главных индикаторов прибыльности. Сбои в выплате дивидендов, нежелательные отклонения от сложившейся практики могут привести к снижению рыночной цены акций и их массовому сбросу акционерами. Кроме того, при проведении дивидендной политики предприятие ориентируется на уровень дивидендных выплат других предприятий, равных им по величине и сфере деятельности.

При проведении дивидендной политики нельзя игнорировать информационный эффект дивидендных выплат. Необходимо проводить аналитическую работу по оценке дивидендных ожиданий инвесторов и отбору информации о тенденциях дивидендного дохода для публикации.

Важным фактором, влияющим на формирование дивидендной политики, особенно в России, является инфляционное обесценение активов. Именно в условиях высоких темпов инфляции инвестор предпочтет получение прибыли сегодня вместо сверхприбыли завтра. Акционеру всегда сложно отказаться от дивидендных выплат в пользу инвестирования полученной прибыли даже в высокодоходные проекты.

Кроме того, инфляционное изменение части стоимости активов ведет к перераспределению прибыли. При высоких темпах инфляции учет материальных затрат по системе *FIFO* завышает текущую прибыль предприятия. Если завышенная прибыль направляется на дивидендные выплаты, происходит перераспределение части капиталов, снижаются возможности реинвестирования прибыли и как следствие — рыночная стоимость предприятия.

Отметим, что в проведении дивидендной политики каждое предприятие исходит из собственных установок, проблем и ценностей. Крайняя сложность формирования дивидендной политики связана с ее многофакторностью и недостаточностью информации для прогнозирования влияния проводимой дивидендной политики на рыночную стоимость предприятия.

### 9.3. Формы и процедуры выплаты дивидендов

Основные методики дивидендных выплат в мировой практике предусматривают:

- постоянное процентное распределение прибыли;
- фиксированные дивидендные выплаты;
- выплаты гарантированного минимума и экстра-дивидендов;
- постоянное возрастание размера дивидендов;
- выплаты дивидендов по остаточному принципу;
- выплаты дивидендов акциями.

Рассмотрим эти формы дивидендных выплат, соответствующие разным типам дивидендной политики, более подробно.

Методика постоянного процентного распределения прибыли (или стабильного уровня дивидендов) подразумевает стабильный в течение продолжительного времени процент чистой прибыли, направляемый на выплату дивидендов по обыкновенным акциям. При этом одним из основных аналитических показателей является коэффициент дивидендного выхода ( $K_{дв}$ ), т.е. отношение дивиденда на одну обыкновенную акцию ( $D_{об\ акц}$ ) к прибыли, причитающейся на одну обыкновенную акцию ( $P_{об\ акц}$ ):

$$K_{дв} = D_{об\ акц} : P_{об\ акц} \quad (73)$$

Дивидендная политика этого типа предполагает стабильное значение дивидендного выхода на одну обыкновенную акцию в течение длительного периода времени. Необходимо отметить, что прибыль,

причитающаяся на обыкновенную акцию, определяется после выплаты дохода владельцам облигаций и дивидендов по привилегированным акциям (доходность этих ценных бумаг оговаривается заранее вне зависимости от размера прибыли и корректировке не подлежит).

В соответствии с данной методикой дивиденды по обыкновенным акциям не выплачиваются в тех случаях, если предприятие закончило текущий год с убытком или вся полученная прибыль должна быть направлена владельцам облигаций и привилегированных акций. Кроме того, размер дивидендов, определяемый таким образом, может значительно колебаться по годам в зависимости от прибыли текущего года, что не может не сказаться на курсовой стоимости акций.

Методика фиксированных дивидендных выплат (или стабильного размера дивидендных выплат) подразумевает регулярную выплату дивидендов на одну акцию в неизменном размере в течение продолжительного времени безотносительно к изменению курсовой стоимости акций. При высоких темпах инфляции сумма дивидендных выплат корректируется на индекс инфляции. Если предприятие развивается успешно и сумма годовой прибыли превышает размер средств, необходимых для выплаты дивидендов на стабильном уровне, то показатель фиксированных дивидендных выплат на акцию может быть повышен. При проведении дивидендной политики с использованием этой методики предприятия также используют показатель дивидендного выхода, служащий ориентиром при определении размера фиксированного дивиденда на перспективу.

Преимуществом этой методики является ощущение надежности, которое создает у акционеров чувство уверенности в неизменности размера текущего дохода вне зависимости от различных обстоятельств и позволяет избежать колебания курсовой стоимости акций на фондовом рынке (что характерно, например, для первой методики). Недостатком этой политики является слабая связь с финансовыми результатами деятельности, поэтому в периоды неблагоприятной конъюнктуры и снижения величины прибыли текущего года у предприятия может оказаться недостаточно собственных средств для инвестиционной, финансовой и даже основной деятельности. Для избежания негативных последствий фиксированный размер дивидендов устанавливается, как правило, на относительно низком уровне, чтобы уменьшить риск снижения финансовой устойчивости предприятия из-за недостаточных темпов прироста собственного капитала.

Методика выплаты гарантированного минимума и экстродивидендов предусматривает регулярную выплату фиксированной суммы дивидендов. В случае благоприятной рыночной конъюнктуры и большой величины прибыли текущего года акционерам выплачиваются экстродивиденды. Таким образом, текущий доход акционеров складывается из ежегодно получаемых фиксированных на минимальном уровне дивидендов и периодически выплачиваемых в зависимости от финансовых результатов отчетного года экстродивидендов.

Преимуществами данной методики являются стабильно гарантированная выплата дивидендов в минимально предусмотренном размере (аналогично методике фиксированных дивидендных выплат), высокая связь с финансовыми результатами деятельности предприятия, позволяющая увеличивать размер дивидендов в благоприятные годы без снижения инвестиционной активности. При нестабильной экономической ситуации и существенных колебаниях размера получаемой предприятием прибыли данная методика представляется наиболее эффективной. Основной ее недостаток состоит в том, что при продолжительной выплате минимальных фиксированных дивидендов (без надбавки в отдельные периоды) снижается инвестиционная привлекательность акций предприятия, а при регулярных выплатах экстродивидендов уменьшается их стимулирующее воздействие на акционеров и исчезает отличие этой политики от методики фиксированных дивидендных выплат.

Методика постоянного возрастания размера дивидендов предусматривает стабильное повышение уровня дивидендных выплат в расчете на одну акцию. Как правило, прирост размера дивидендов производится в твердо установленном проценте к их уровню в предшествующем периоде. Преимущества политики постоянного возрастания размера дивидендов для акционеров очевидны, кроме того, таким образом обеспечивается высокая рыночная стоимость акций предприятия, их привлекательность в глазах инвесторов при дополнительных эмиссиях.

Недостатками методики являются ее негибкость (поскольку размер дивидендных выплат повышается регулярно, независимо от финансовых результатов даже в периоды отсутствия прибыли) и постоянное нарастание финансовой напряженности. Отставание темпов роста прибыли от темпов роста дивидендных выплат означает сокращение размера реинвестируемой прибыли, сворачивание инвестиционной деятельности, снижение финансовой устойчивости предприятия. Непременным условием осуществления этой методики на практике

является опережающий рост прибыли по сравнению с дивидендными выплатами.

Методика выплаты дивидендов по остаточному принципу предусматривает выплату дивидендов в последнюю очередь, после финансирования всех эффективных инвестиционных проектов. Фонд выплаты дивидендов образуется после того, как за счет прибыли отчетного года сформирован достаточный объем финансовых ресурсов, обеспечивающий в полной мере реализацию инвестиционных возможностей предприятия. Если по предполагаемым инвестиционным проектам внутренняя норма доходности превышает средневзвешенную стоимость капитала, то прибыль направляется на финансирование этих проектов, поскольку они обеспечивают высокие темпы прироста стоимости акционерного капитала.

Преимущества этой методики заключаются в обеспечении высоких темпов развития предприятия, повышении его рыночной стоимости, сохранении финансовой устойчивости. Данная методика дивидендных выплат используется обычно в периоды повышенной инвестиционной активности на начальных стадиях развития предприятия. Недостатки методики очевидны:

- выплата дивидендов не является гарантированной, регулярной;
- размер дивидендов не фиксирован, меняется в зависимости от финансовых результатов прошедшего года и объема собственных ресурсов, направляемых на инвестиционные цели;
- дивиденды выплачиваются, если у предприятия остается прибыль, не востребованная на капитальные вложения.

Рыночная стоимость акций предприятий, выплачивающих дивиденды по остаточному принципу, как правило, невысока.

Методика выплаты дивидендов акциями предусматривает выдачу акционерам вместо денежных средств дополнительного пакета акций. Размер таких дивидендов равен сумме уменьшения средств, капитализированных в уставном капитале и резервах. Этот подход при определенных условиях может удовлетворять акционеров, поскольку получаемые ими в качестве дивидендных выплат ценные бумаги могут быть реализованы на фондовом рынке. Законодательно реализация акций расценивается как продажа капитала и подлежит налогообложению по ставке налога на доход с капитала.

Выплата дивидендов акциями может осуществляться либо при неизменных размерах уставного капитала и валюты баланса, т.е. простым перераспределением источников собственных средств, либо при одновременном увеличении уставного капитала и валюты баланса.

В первом случае увеличение в пассиве уставного капитала осуществляется за счет сокращения эмиссионного дохода и нераспределенной прибыли прошлых лет. Если количество акций в обращении увеличивается, а общая сумма источников средств (валюта баланса) не изменяется, то стоимость активов, приходящихся на одну акцию, уменьшается. При втором варианте (эмиссии обыкновенных акций с одновременным увеличением уставного капитала) дополнительный выпуск акций не приводит к сокращению стоимости активов на одну акцию и, как правило, не ведет к снижению рыночной стоимости акций.

При использовании этой методики динамика рыночного курса ценных бумаг наименее предсказуема. Небольшая сумма дивидендов, выплачиваемая таким образом, как правило, не оказывает влияния на рыночную стоимость акций. Если дивиденды значительны, то рыночная цена акций после дополнительной эмиссии может существенно упасть. Зачастую предприятия вынуждены прибегать к данной методике дивидендных выплат, например, при неустойчивом финансовом положении и отсутствии высоколиквидных активов для расчетов с акционерами либо при необходимости реинвестирования прибыли отчетного года в высокоэффективный проект. В соответствии с российским законодательством акционерное общество вправе выплачивать дивиденды акциями, только если это предусмотрено его уставом.

В целом в экономической литературе выделяют три основных подхода к формированию дивидендной политики: консервативный, умеренный (компромиссный) и агрессивный.

Большинство методик дивидендных выплат могут быть отнесены к одному из типов дивидендной политики.

Консервативному типу соответствуют методики выплаты дивидендов по остаточному принципу и фиксированных дивидендных выплат.

Умеренному (компромиссному) типу соответствует методика выплаты гарантированного минимума и экстра-дивидендов.

Агрессивному типу соответствуют методики постоянного процентного распределения прибыли и постоянного возрастания размера дивидендов.

Проведение политики дивидендных выплат с помощью выплаты дивидендов акциями определяется столь большим количеством факторов, что она не может быть однозначно отнесена ни к одному из данных типов.



Механизм распределения прибыли акционерного общества предусматривает определенную последовательность действий.

Из суммы чистой прибыли вычитаются формируемые за ее счет отчисления в резервные и другие обязательные фонды, предусмотренные уставом. Оставшаяся часть чистой прибыли представляет собой так называемый дивидендный коридор, в рамках которого и реализуется избранный тип дивидендной политики. Оставшаяся чистая прибыль распределяется на реинвестируемую (капитализируемую) и потребляемую (фонд потребления) части. Фонд потребления распределяется на фонд дивидендных выплат и создаваемый в соответствии с коллективным трудовым договором фонд потребления работников акционерного общества.

Если в вопросе выбора типа дивидендной политики и формы выплаты дивидендов предприятия являются полностью самостоятельными, то порядок и процедура дивидендных выплат регламентируются действующим законодательством. В соответствии с Законом РФ «Об акционерных обществах» дивиденд представляет собой часть чистой прибыли акционерного общества, распределяемую среди его акционеров пропорционально их вкладу в уставный капитал (т.е. пропорционально числу имеющихся у них акций). Таким образом, основным источником дивидендных выплат по итогам года является чистая прибыль акционерного общества за истекший год. Для выплаты дивидендов по привилегированным акциям при отсутствии прибыли в текущем году может использоваться резервный фонд, специально созданный для этого за счет прибыли прошлых лет.

В соответствии с российским законодательством акционерное общество не вправе выплачивать дивиденды в случаях, если:

- не полностью оплачен уставный капитал;
- предприятие не расплатилось за собственные акции, по которым наступил срок их обязательного выкупа;
- к моменту наступления срока выплаты дивидендов финансовое состояние предприятия отвечает законодательно определенным формальным признакам несостоятельности (банкротства) либо станет соответствовать этим признакам в случае выплаты дивидендов;
- стоимость чистых активов предприятия меньше суммарной величины уставного капитала, резервного фонда и разницы (превышения) между номинальной и ликвидационной (определенной в уставе) стоимостью привилегированных акций либо станет меньше этой величины в случае выплаты дивидендов.

Периодичность выплаты дивидендов определяется национальным законодательством. Для российских компаний предусмотрена выплата дивидендов с периодичностью один раз в квартал, полгода и год.

На этом основании устав каждого акционерного общества должен содержать положение, определяющее регулярность выплаты дивидендов по привилегированным и обыкновенным акциям.

В соответствии с российским законодательством на выплату дивидендов по привилегированным акциям должно направляться не менее 15% собственного капитала. Если акционерное общество не в состоянии соблюдать это условие, оно обязано либо снизить свой уставный капитал, либо продать часть пакета принадлежащих ему акций.

Процедура выплаты дивидендов, определенная Законом РФ «Об акционерных обществах», практически не отличается от схемы, принятой в практике большинства стран. Ее соблюдение является обязательным для всех акционерных обществ.

Процедура выплаты дивидендов осуществляется в четыре этапа по датам: объявления дивидендов; объявления экс-дивидендов; переписи акционеров; выплаты дивидендов.

Дата объявления дивидендов — день, когда принимается решение о выплате дивидендов, их размере, дате переписи акционеров и дате выплаты дивидендов. Решение о выплате годовых дивидендов принимается общим собранием акционеров по рекомендации совета директоров. Размер годовых дивидендов не может быть больше рекомендованной им величины и меньше величины промежуточных дивидендов. Совет директоров также может принять решение о выплате промежуточных дивидендов, их размере, форме выдачи по различным типам акций. Как правило, информация о размере и порядке выплаты дивидендов публикуется в средствах массовой информации.

Экс-дивидендная дата — день, после которого владельцы приобретенных ценных бумаг не имеют права на получение дивидендов по ним за предыдущий период. Экс-дивидендная дата назначается обычно за четыре деловых дня до даты переписи акционеров.

Дата переписи акционеров — день регистрации акционеров, которые имеют право на получение объявленных дивидендов. Как правило, она назначается за 2—4 недели до даты выплаты дивидендов.

Дата выплаты дивидендов — день, в который производится рассылка чеков, платежных поручений или почтовых переводов акционерам. По не полученным в срок дивидендам проценты акционерным обществом не начисляются.

С 70-х годов XX в. многими западными крупными компаниями внедрены программы автоматического реинвестирования дивидендов, по которым акционеры могут инвестировать выплаченные им дивиденды в акции этой же компании. Некоторые компании предоставляют при этом скидку в пределах 5% от рыночной цены акций. По подсчетам внедривших данные программы компаний, в них участвуют около 20% акционеров. Основным недостатком данных программ для инвесторов является налогообложение выплаченных и вновь инвестированных дивидендов.

Уровень дивидендных выплат на одну обыкновенную акцию ( $Y_{дв}$ ) определяется как отношение разницы между общей суммой фонда дивидендных выплат ( $\Phi_{дв}$ ) и суммой фонда дивидендных выплат по привилегированным акциям ( $D_{п}$ ) к количеству обыкновенных акций, эмитированных акционерным обществом ( $K$ ):

$$Y_{дв} = (\Phi_{дв} - D_{п}) : K. \quad (74)$$

В большинстве стран размер дивидендов объявляется без учета налога. Взимание налога на доходы по ценным бумагам в соответствии с российским законодательством происходит у источника получения дохода, следовательно, при выплате акционерам дивидендов часть их удерживается предприятием и перечисляется государству в виде налога на доходы по ценным бумагам.

Для оценки эффективности проводимой предприятием дивидендной политики используется множество показателей. Рассмотрим их отдельно.

Коэффициент дивидендного выхода ( $K_{дв}$ ) приведен в методике постоянного процентного распределения прибыли. Он показывает, какая часть чистой прибыли предприятия направляется на выплату дивидендов по обыкновенным акциям (см. формулу (73)).

Показатель дивидендного дохода (ДД) рассчитывается как отношение суммы дивиденда, выплаченного на одну обыкновенную акцию ( $D_a$ ), к рыночной цене одной акции ( $C_a$ ):

$$ДД = D_a : C_a. \quad (75)$$

Показатель дивидендного дохода является мерой текущего дохода, т.е. дохода акционера без учета прироста стоимости капитала. Повышение дивидендного дохода может быть вызвано не только увеличением дивидендных выплат на акцию, но и снижением рыночной цены акции.

Коэффициент соотношения цены и дохода по акции ( $K_{ц/д}$ ) является обратным показателю дивидендного дохода. Он рассчитывается как отношение рыночной цены одной акции ( $Ц_a$ ) к сумме дивидендов, выплаченных на одну акцию ( $Д_a$ ):

$$K_{ц/д} = Ц_a : Д_a. \quad (76)$$

Этот коэффициент показывает, сколько денежных единиц необходимо вложить акционеру в акции для получения одной денежной единицы дохода.

Коэффициент соотношения рыночной цены и прибыли на одну обыкновенную акцию ( $K_{ц/п}$ ) рассчитывается как отношение рыночной цены одной акции ( $Ц_a$ ) к прибыли, приходящейся на одну обыкновенную акцию ( $П_a$ ):

$$K_{ц/п} = Ц_a : П_a. \quad (77)$$

Этот коэффициент показывает цену, которую инвесторы готовы заплатить за единицу дохода предприятия.

#### 9.4. Дивидендная политика и цена акций предприятия

Между проводимой акционерным обществом дивидендной политикой и рыночной стоимостью его акций существует тесная взаимосвязь. При этом четкой, формализованной зависимости между методикой дивидендных выплат и динамикой курса ценных бумаг не установлено. Это объясняется воздействием на рыночную цену акций большого числа факторов, в том числе тех, которые не могут быть формализованы (например, психологические, политические) в принципе.

В экономической литературе и практике разработаны приемы, с помощью которых финансовый менеджер может воздействовать как на рыночную стоимость ценных бумаг, так и при определенных условиях на размер будущих дивидендов. Основными приемами являются дробление, консолидация и выкуп акций.

Дробление акций (расщепление, сплит) — это увеличение количества акций посредством уменьшения их номинала. Дробление акций два к одному означает уменьшение их номинала наполовину без изменений в структуре собственного капитала. Обычно к дроблению акций прибегают устойчиво развивающиеся предприятия, которые стремятся снизить рыночную стоимость своих акций. Многие запад-

ные акционерные общества таким способом обеспечивают достаточно высокую ликвидность собственных ценных бумаг и привлекают потенциальных инвесторов.

Решение о проведении дробления акций принимается общим собранием акционеров. В зависимости от рыночной цены акций и преследуемых целей совет директоров компании определяет пропорции дробления. После этого производится замена старых ценных бумаг на новые. Принимая решение о дроблении акций, совет директоров должен учитывать необходимость осуществления дополнительных расходов по выпуску новых и изъятию у акционеров старых ценных бумаг.

Прямой зависимости между пропорциями дробления акций и размерами дивидендов не существует. Крайне редко предприятия в состоянии сохранить размер дивидендов на одном уровне до и после дробления акций. Как правило, размер дивидендов на новую акцию с меньшим номиналом ниже, чем на старую. Однако это не означает сокращения дивидендного дохода акционеров. Например, при дроблении акций два к одному и понижении уровня дивидендного выхода на акцию с 2 до 1,5% акционер, владевший 100 акциями, получит не 200 ( $100 \times 2$ ), а 300 ( $200 \times 1,5$ ) денежных единиц. Если величина дивидендов меняется пропорционально изменению нарицательной стоимости акций, то дробление акций не повлияет на долю каждого акционера в активах предприятия.

Консолидация акций (обратный сплит) — это изменение номинальной стоимости акций, при котором акционер получает одну новую акцию большего номинала в обмен на определенное количество старых акций. Это один из способов сокращения числа акций предприятия. Необходимость консолидации акций возникает у предприятия при чрезмерном падении рыночной стоимости ценных бумаг. Большинство западных компаний стремится избежать снижения рыночной цены своих акций ниже 10 дол. США. В случае падения курса акций ниже установленного показателя несколько акций в обращении могут быть заменены одной акцией.

Помимо возникновения дополнительных расходов по замещению ценных бумаг на бумаги большего номинала консолидация акций имеет и другие негативные последствия. Как правило, объявление предприятием на рынке о консолидации акций расценивается как сигнал о возникновении у нее финансовых трудностей. И хотя предприятие после проведения консолидации может сэкономить на

затратах по размещению и обслуживанию меньшего количества новых ценных бумаг, негативный эффект от ее проведения смягчается лишь получением впоследствии значительной суммы прибыли.

Уровень дивидендных выплат у предприятий после консолидации акций, как правило, невысок, и дивидендный доход на акцию снижается в большей пропорции, чем количество акций в обращении. Следовательно, консолидация акций как методика регулирования курса ценных бумаг должна применяться предприятиями крайне осторожно с обязательным учетом возможных негативных последствий.

Выкуп акций — это один из способов размещения свободных средств предприятия путем приобретения собственных акций у акционеров. Собственные акции могут выкупаться как с целью изъятия их из обращения, так и для размещения их среди своих работников, уменьшения числа владельцев, приватизации государственных предприятий частными инвесторами и т.д.

Наиболее распространены две методики выкупа акций — посредством тендера и путем покупки акций на рынке. При осуществлении тендерной сделки предприятие направляет своим акционерам наряду с информацией о намерениях и причинах выкупа акций предложение о приобретении у них акций по цене, превышающей сложившуюся на рынке. Решение о продаже или непродать акций по предложенной цене принимает акционер. При покупке собственных акций на фондовом рынке предприятие выступает наравне с другими участниками рынка. Этот вариант выкупа акций, как правило, более продолжителен во времени, но требует меньших транзакционных издержек (оплаты услуг посредников, расходов на переписку с акционерами и т.д.).

Если предприятие располагает избыточными средствами и не имеет достаточно эффективных инвестиционных возможностей, то размещение этих средств в интересах акционеров может быть произведено либо путем дополнительных дивидендных выплат, либо посредством выкупа собственных акций. Эти варианты для акционеров равноценны лишь при условии отсутствия налогов на доходы физических лиц и транзакционных издержек. Поскольку при выкупе уменьшается число акций предприятия, прибыль и, следовательно, дивиденд на одну акцию возрастают. В результате при прочих равных условиях должна увеличиться рыночная стоимость ценной бумаги. Теоретически сумма дивидендов, которые могли бы быть выплачены акционерам, равна стоимости выкупленных акций.

Преимуществом варианта выкупа акций является повышение привлекательности акций предприятия за счет увеличения суммы прибыли, приходящейся на одну акцию. Недостаток выкупа собственных акций предприятием заключается в том, что при наличии у него свободных средств некоторые категории акционеров предпочтут доходу от прироста курсовой цены акций получение реальных дивидендов.

Однако на практике при существовании различного уровня налогообложения отдельных видов доходов выкуп акций для инвестора оказывается предпочтительнее. Известно, что дивидендный доход облагается по более высокой ставке, чем доход от прироста стоимости капитала предприятия. Следовательно, выкуп акций, ведущий к повышению их рыночной цены и соответственно стоимости капитала предприятия, более выгоден с точки зрения налогообложения. Кроме того, уплата налога на прирост стоимости капитала откладывается до момента фактической продажи акций, в то время как налог на доходы по ценным бумагам выплачивается сразу (в момент получения дивидендного дохода).

Информационное значение решения предприятия о выкупе собственных акций намного превышает значение намерения выплатить дивиденды. Выплата дивидендов в обычной форме свидетельствует о способности предприятия генерировать собственные средства к моменту расчетов с акционерами. Выкуп акций — неординарное событие, свидетельствующее об убежденности руководства в крайне заниженной оценке своих ценных бумаг. Поскольку выкуп акций связан со значительными единовременными денежными затратами, этот метод регулирования курса акций используется редко и практически всегда обоснованно.

## **Глава 10. Прогнозирование и планирование в финансовом управлении предприятием**

---

### **10.1. Цели и задачи финансового планирования и прогнозирования на предприятии**

В настоящее время активизируется роль финансов, усиливается значение финансовых показателей в оценке деятельности предприятий. Особую актуальность приобретает финансовое планирование —

одна из главных функций финансового менеджмента на предприятии. Ее можно определить, как умение предвидеть цели предприятия, результаты его деятельности и то, какие ресурсы необходимы для достижения определенных целей. Финансовое планирование охватывает важнейшие стороны финансово-хозяйственной деятельности предприятия, обеспечивает необходимый предварительный контроль за образованием и использованием материальных, трудовых и финансовых ресурсов, создает условия для укрепления финансового состояния предприятия.

В нашей стране сложилось двойное отношение к финансовому планированию на предприятии. Директивное планирование, присущее командно-административной экономике, выработало достаточно негативное отношение к процессу планирования. Преобразования в экономике и построение рыночных отношений, нестабильность экономической конъюнктуры не позволяли оценить значимость и необходимость финансового планирования для деятельности любого хозяйствующего субъекта. Вместе с тем именно неопределенность усиливает риск предпринимательской деятельности и, следовательно, необходимость планирования и прогнозирования в условиях рынка возрастают.

Главной целью финансового планирования на предприятии является обоснование стратегии его развития с позиции компромисса между доходностью, ликвидностью и риском, а также определение необходимого объема финансовых ресурсов для реализации данной стратегии.

Финансовое планирование как функция управления охватывает весь комплекс мероприятий по выработке и реализации плановых заданий. Финансовое планирование решает следующие задачи:

- конкретизирует перспективы бизнеса в виде системы количественных и качественных показателей развития;
- выявляет резервы увеличения доходов и способы их мобилизации;
- обеспечивает воспроизводственный процесс необходимыми источниками финансирования;
- определяет наиболее эффективное использование финансовых ресурсов;
- обеспечивает соблюдение интересов инвесторов, кредиторов и государства;
- осуществляет контроль за финансовым состоянием предприятия.



Основой финансового планирования на предприятии является составление финансовых прогнозов. Прогнозирование представляет собой определение на длительную перспективу изменений финансового состояния объекта в целом и его частей. Прогнозирование сосредоточено на наиболее вероятных событиях и результатах и в отличие от планирования не ставит задачу осуществить непосредственно на практике разработанные прогнозы. Состав показателей прогноза может значительно отличаться.

Сложившаяся в настоящее время система планирования имеет ряд недостатков. Процесс планирования на предприятии в современных условиях является очень трудоемким и мало предсказуемым. В условиях нестабильности российской экономики невозможно достоверно проводить сценарный анализ и анализ финансовой устойчивости предприятия в меняющихся условиях хозяйствования. В практике российских предприятий отсутствуют управленческий учет, разделение затрат на постоянные и переменные, что не позволяет в процессе планирования использовать показатель маржинальной прибыли, оценивать эффект операционного рычага, проводить анализ безубыточности, определять запас финансовой прочности. Процесс планирования по традиции начинается с производства, а не со сбыта продукции. При планировании объема продаж преобладает затратный механизм ценообразования. Цена формируется исходя из полной себестоимости и норматива рентабельности без учета конкурирующих рыночных цен. Это приводит к созданию неконкурентоспособной продукции, а следовательно, к необъективно запланированным показателям объемов реализации, которые заведомо будут отличаться от фактических результатов деятельности предприятия. Процесс планирования затянут во времени, что делает его не пригодным для принятия оперативных управленческих решений. Финансовые, бухгалтерские и плановые службы действуют отдельно, что не позволяет создать единый механизм управления финансовыми ресурсами и денежными потоками предприятия.

## 10.2. Роль финансового планирования и прогнозирования в реализации финансовой политики предприятия

Построение эффективной системы управления финансами является главной целью финансовой политики, проводимой на предприятии. Разработка финансовой политики предприятия должна быть

подчинена как стратегическим, так и тактическим целям. Стратегическими целями финансовой политики являются:

- максимизация прибыли;
- оптимизация структуры источников финансирования;
- обеспечение финансовой устойчивости;
- повышение инвестиционной привлекательности.

Решение краткосрочных и текущих задач требует разработки учетной, налоговой и кредитной политики предприятия, а также политики управления оборотными средствами, кредиторской и дебиторской задолженностями, издержками предприятия, включая выбор способов амортизации. Совмещение интересов развития предприятия, наличие достаточного уровня денежных средств для этих целей и сохранение его платежеспособности возможно только при согласованности стратегических и тактических задач, которые формализуются в процессе финансового планирования. Финансовый план формулирует цели и критерии оценки деятельности предприятия, дает обоснование выбранной стратегии и показывает, как достичь поставленных целей. В зависимости от целей можно выделить стратегический, краткосрочный и оперативный виды финансового планирования.

Стратегическое планирование определяет важнейшие показатели, пропорции и темпы расширенного воспроизводства. В широком смысле его можно назвать планированием роста и развития предприятия. Оно носит долгосрочный характер и связано с принятием основополагающих финансовых и инвестиционных решений. Финансовые планы должны быть тесно связаны с бизнес-планами предприятия. Финансовые прогнозы только тогда приобретают практическую ценность, когда проработаны производственные и маркетинговые решения, которые требуются для воплощения прогноза в жизнь. В мировой практике финансовый план является важнейшим элементом бизнес-планов.

Текущее краткосрочное планирование необходимо для достижения конкретных целей. Этот вид планирования обычно охватывает краткосрочный и среднесрочный периоды и представляет собой конкретизацию и детализацию перспективных планов. С его помощью осуществляется процесс распределения и использования финансовых ресурсов, необходимых для достижения стратегических целей.

Оперативное планирование заключается в управлении денежными потоками с целью поддержания устойчивой платежеспособности

предприятия. Оперативное планирование дает возможность отслеживать состояние оборотных средств предприятия, маневрировать источниками финансирования.

Финансовая часть бизнес-плана разрабатывается в виде прогнозных финансовых документов, которые призваны обобщить материалы предыдущих разделов и представить их в стоимостном выражении. В этом разделе должны быть подготовлены прогнозы доходов, движения денежных средств и баланса.

Прогнозы и планы могут быть выполнены с любым уровнем детализации. Составление комплекса этих документов — один из наиболее широко используемых подходов в практике финансового прогнозирования. Финансовый прогноз представляет собой расчет будущего уровня финансовой переменной: величины денежных средств, размера фондов или их источников.

Деятельность предприятия принято разделять на три основные функциональные области: текущую, инвестиционную и финансовую.

Под текущей подразумевается деятельность, преследующая извлечение прибыли в качестве основной цели (либо не имеющая такой цели) в соответствии с предметом и целями деятельности — производством промышленной продукции, выполнением строительных работ, занятием сельским хозяйством, торговлей, общественным питанием, заготовкой сельскохозяйственной продукции, сдачей имущества в аренду и другими аналогичными видами деятельности.

Под инвестиционной понимается деятельность, связанная с капитальными вложениями предприятия в связи с приобретением земельных участков, зданий и иной недвижимости, оборудования, нематериальных активов, а также их продаж; с осуществлением долгосрочных финансовых вложений в другие предприятия, выпуском облигаций и других ценных бумаг долгосрочного характера и т.п.

Под финансовой подразумевается деятельность, связанная с осуществлением краткосрочных финансовых вложений, выпуском облигаций и иных ценных бумаг краткосрочного характера, выбытием ранее приобретенных на срок до 12 месяцев акций, облигаций и т.п.

Составление прогнозных финансовых документов обычно начинают с составления прогноза доходов (прогнозного отчета о прибылях и убытках). Именно в этом документе отражается текущая деятельность предприятия.

Прогноз прибыли и убытков отражает производственную деятельность предприятия, поэтому его называют прогнозом результа-

тов производственной деятельности. Иногда процесс производства и сбыта продукции или услуг называют операционной деятельностью. Прогноз финансовых результатов только тогда будет достоверным, когда достоверны сведения о перспективах роста основных производственных показателей, динамика которых была обоснована в других разделах бизнес-плана.

Составление прогноза прибыли и убытков следует начинать с построения прогноза объема продаж. Информацию по объему продаж можно получить из соответствующего раздела бизнес-плана.

Этот прогноз призван дать представление о той доле рынка, которую предприятие собирается завоевать. Построение прогноза объема продаж начинают с анализа продукции или товаров, услуг, существующих потребителей. При этом необходимо ответить на следующие вопросы.

1. Каким был уровень сбыта за прошлый год?
2. Каким образом сложатся отношения с покупателями продукции по ее оплате?
3. Можно ли прогнозировать такой же уровень реализации продукции, как и в отчетном периоде?

Очень важно проанализировать именно базовый период, так как именно он дает ответы на целый ряд вопросов и позволяет спрогнозировать влияние отдельных факторов на объем продаж в предстоящем периоде. Можно оценить, каким образом на объемные показатели повлияют изменения качества продукции, уровня цен и спроса, а следовательно, более точно определить величину выручки от реализации продукции исходя из прогнозных объемов продаж и цен на планируемый год, а также наметить предполагаемые изменения в уровне затрат и будущую прибыль предприятия.

Важнейшей задачей каждого хозяйствующего субъекта является получение большей прибыли при наименьших затратах путем соблюдения строгого режима экономии в расходовании средств и наиболее эффективного их использования. Затраты на производство и реализацию продукции — один из важнейших качественных показателей деятельности предприятий. Состав затрат по производству и реализации продукции регламентируется Положением о составе затрат по производству и реализации продукции (работ, услуг) и о порядке формирования финансовых результатов, учитываемых при налогообложении прибыли, утвержденным Постановлением Правительства Российской Федерации от 5 августа 1992 г. № 552.

В представленном расчете прибылей и убытков не все элементы затрат предприятия отражаются на порядке осуществления платежей. Многие элементы затрат, показанные в прогнозе прибылей и убытков, никак не отражаются на осуществлении платежей предприятия. Так, материалы, используемые в процессе производства, могли быть приобретены и оплачены за много месяцев до того, как эти затраты отразятся в расчете прибылей и убытков. Вместе с тем может быть и обратная ситуация, когда материалы использованы в процессе производства, учтены в прогнозе прибылей и убытков, но не оплачены. Такие элементы затрат, как аренда, оплата коммунальных услуг, проценты за кредит и т.п., происходят постепенно, в течение года, и поэтому показаны в расчете прибылей и убытков как равные суммы. В действительности такие платежи производятся поквартально, в полугодовой период или ежегодно, и поэтому данные для тех месяцев, в которые они действительно производятся, могут быть значительно выше.

По этим и другим причинам получение предприятием прибыли не обязательно означает, что денежные средства увеличились, а увеличение денежных средств не означает, что предприятие получает прибыль. Следовательно, необходимо планировать и контролировать оба параметра. Часто могут существовать большие различия между наличностью и прибылью. Планировать поступление наличности можно путем составления прогноза движения денежных средств (плана денежных потоков). В основе построения этого документа лежит метод анализа денежных потоков *cash-flow* (поток наличности или денежный поток).

Управление денежными потоками является одним из важнейших направлений деятельности финансового менеджера. Оно включает расчет времени обращения денежных средств (финансовый цикл), анализ денежного потока, его прогнозирование, определение оптимального уровня денежных средств, составление бюджетов денежных средств.

Финансовый цикл или цикл обращения денежной наличности представляет собой время, в течение которого денежные средства отвлечены из оборота. Продолжительность финансового цикла в днях оборота можно рассчитать как разницу между продолжительностью операционного цикла и временем обращения кредиторской задолженности. В свою очередь продолжительность операционного цикла равна сумме времени обращения производственных запасов, затрат и

дебиторской задолженности. Время обращения производственных запасов и затрат можно определить как отношение средних остатков производственных запасов и затрат к затратам на производство продукции, умноженным на длину периода. Время обращения дебиторской задолженности определяется как отношение средней дебиторской задолженности к выручке от продаж в кредит, умноженное на длину периода. Время обращения кредиторской задолженности определяется как отношение средней кредиторской задолженности к затратам на производство продукции, умноженным на длину периода.

Анализ движения потока денежных средств производится, как правило, по трем основным направлениям: текущей, инвестиционной и финансовой деятельности предприятия. В основе анализа лежат данные отчета о движении денежных средств (форма № 4 финансовой отчетности). В нем отражаются поступления, расход и изменения денежных средств в ходе текущей, инвестиционной и финансовой деятельности предприятия за определенный период. Основной задачей этого отчета является предоставление пользователям необходимой информации о получении и расходовании денежных средств за отчетный период. Отчет о движении денежных средств — важный аналитический инструмент, который может быть использован менеджерами, инвесторами и кредиторами для определения:

- увеличения денежных средств в результате производственно-хозяйственной деятельности;
- способности предприятия оплатить свои обязательства по мере наступления сроков погашения;
- способности предприятия выплачивать дивиденды в денежной форме;
- величины капитальных вложений в основные фонды и прочие внеоборотные активы;
- размеров финансирования, необходимых для увеличения инвестиций в долгосрочные активы или поддержания производственно-хозяйственной деятельности на данном уровне;
- способности предприятия получать положительные денежные потоки в будущем.

Отчет о движении денежных средств дает возможность пользователям проанализировать текущие потоки денежных средств, оценить будущие их поступления, а также способность предприятия погасить свою задолженность и выплатить дивиденды, определить необходимость привлечения дополнительных финансовых ресурсов.

При прогнозировании потоков денежных средств необходимо учитывать все возможные источники их поступления и оттока. Прогноз разрабатывается с учетом последовательности:

- прогноз денежных поступлений
- прогноз оттока денежных средств
- расчет чистого денежного потока
- определение совокупной потребности в финансировании.

Все поступления и платежи отражаются в течение периода в кассовых документах, соответствующих фактическому осуществлению этих платежей, с учетом задержки в получении материальной продукции, услуги или поставки материальных ресурсов, изделий, условий реализации продукции, а также формирования производственных запасов.

Прогнозирование денежных поступлений производится с учетом возможного объема. Основным источником поступления денежных средств является реализация товаров. На практике бухгалтерские предприятия отслеживает средний период времени, который требуется покупателям для того, чтобы оплатить счета, то есть средний срок документооборота.

Прогнозирование оттока денежных средств имеет целью погашение кредиторской задолженности. Считается, что предприятие оплачивает свои счета в срок. Если же кредиторская задолженность не погашается своевременно, то отсроченная кредиторская задолженность становится дополнительным источником краткосрочного финансирования.

Расчет чистого денежного потока осуществляется путем сопоставления прогнозируемых денежных поступлений и выплат.

Данные об избытке или дефиците показывают, в каком месяце можно ожидать поступления наличности, а в каком — дефицита. Поэтому эти два параметра исключительно важны. Они отражают, быстро или медленно бизнес приносит денежные средства. Конечное saldo банковского счета ежемесячно показывает состояние ликвидности. Отрицательная цифра не только означает, что предприятию потребуются дополнительные финансовые ресурсы, но и показывает необходимую для этого сумму, которая может быть получена за счет использования различных финансовых методов.

Прогноз движения денежных средств содержит три основных раздела, отражающих движение денежных средств в результате текущей, инвестиционной и финансовой деятельности (табл. 6).

Таблица 6

## Прогноз движения денежных средств

Показатели	Изменение (+/-)
<b><i>Движение денежных средств в результате текущей деятельности</i></b>	
Денежные средства, полученные от покупателей (выручка от реализации товаров, продукции, работ и услуг, авансы, полученные от покупателей (заказчиков), прочие поступления)	+
Денежные средства, выплаченные поставщикам и персоналу (на оплату приобретенных товаров, работ, услуг, оплату труда, отчисления на социальные нужды, выдачу авансов, расчеты с бюджетом)	-
Увеличение (уменьшение) чистых денежных средств в результате текущей деятельности	+ (-)
<b><i>Движение денежных средств в результате инвестиционной деятельности</i></b>	
Долгосрочные финансовые вложения	+ (-)
Капиталовложения (на оплату машин, оборудования и транспортных средств, оплату долевого участия в строительстве)	(-)
Увеличение (уменьшение) чистых денежных средств в результате инвестиционной деятельности	+ (-)
<b><i>Движение денежных средств в результате финансовой деятельности</i></b>	
Кредиты, займы	+ (-)
Дивиденды, проценты по финансовым вложениям	+ (-)
Краткосрочные финансовые вложения	+ (-)
Увеличение (уменьшение) чистых денежных средств в результате финансовой деятельности	+ (-)
Чистый прирост (уменьшение) денежных средств	+ (-)

Как видно из приведенных в табл. 6 данных, прогноз движения денежных средств принципиально отличается от прогноза прибыли и показывает движение денежных средств, а не заработанную прибыль. В прогнозе прибыли отражается операционная деятельность



предприятия, определяется эффективность с точки зрения покрытия производственных затрат доходами от реализации производственной продукции или услуг. В отличие от него прогноз движения денежных средств содержит два дополнительных раздела: чистый денежный поток от инвестиционной деятельности и чистый денежный поток от финансовой деятельности.

Существуют несколько параметров, которые появляются в прогнозе прибыли и отсутствуют в прогнозе движения денежных средств, и наоборот. В прогнозе прибыли нет данных о капитальных платежах, дотациях, НДС, а в прогнозе движения денежных средств нет сведений об амортизации. Амортизационные отчисления относятся к разряду калькуляционных издержек, которые рассчитываются в соответствии с установленными нормами и относятся в процессе расчета прибыли к затратам. Реально же начисленная сумма амортизационных отчислений никуда не направляется, а остается на счете предприятия, пополняя остаток ликвидных средств. Поэтому в прогнозе движения денежных средств отсутствует статья «Амортизационные отчисления». Таким образом, амортизационные отчисления играют особую и очень важную роль в системе учета и планирования деятельности предприятия, являясь внутренним источником финансирования, фактором, стимулирующим инвестиционную деятельность. Чем больше остаточная стоимость активов предприятия и выше нормы амортизации, тем меньше налогооблагаемая прибыль и соответственно больше чистый денежный поток от производственной деятельности предприятия.

Для проверки правильности составления прогноза прибыли и движения денежных средств целесообразно разработать прогнозный баланс. С этой целью используют баланс, составленный на последнюю отчетную дату либо на конец финансового года. Такой метод финансового прогнозирования называют методом формальных финансовых документов. В его основе лежит прямая пропорциональная зависимость практически всех переменных издержек и большей части текущих активов и обязательств от объема продаж, поэтому этот метод иногда называют прогнозированием на основе процента от продаж. В соответствии с ним осуществляется расчет потребности предприятия в активах с целью обеспечения увеличения объема реализации продукции и прибыли. Этот расчет базируется на условии, что активы предприятия возрастают прямо пропорционально росту

объема продаж, а следовательно, для прироста активов предприятию необходимы дополнительные источники финансирования.

Задачей прогнозного баланса является расчет структуры источников финансирования, так как возникшую разницу между активом и пассивом прогнозного баланса необходимо перекрыть за счет дополнительных источников внешнего финансирования.

Процесс составления прогнозов прибыли и баланса завершается выбором путей привлечения дополнительных финансовых ресурсов и анализом последствий такого выбора. Выбор источников финансирования одновременно является и коррекцией баланса.

Составление этих документов не дает полной картины о финансовой устойчивости предприятия. Для того чтобы оценить платежеспособность и ликвидность прогнозируемого баланса, кроме прогноза прибыли и баланса обязательно составляется прогноз движения денежных средств.

### 10.3. Бюджетирование как инструмент финансового планирования на предприятии

Современная система управления финансами требует координации принимаемых решений путем разработки и контроля исполнения системы бюджетов предприятия. Система бюджетов позволяет установить жесткий текущий контроль за поступлением и расходованием средств, создать реальные условия для выработки эффективной финансовой стратегии.

Посредством бюджетирования реализуются текущее и оперативное финансовое планирование, обеспечивается их взаимосвязь и подчиненность финансовой стратегии предприятия.

Составление бюджетов является неотъемлемым элементом общего процесса планирования, а не только его финансовой части. Процесс бюджетирования — это целостная система планирования, учета и контроля на уровне предприятия в рамках принятой финансовой стратегии. Бюджет — это количественный план в денежном выражении, подготовленный и принятый для определенного периода времени, показывающий планируемую величину дохода, которая должна быть достигнута, и (или) расходы, которые должны быть понесены в течение этого периода, а также капитал, который необходимо привлечь для достижения данной цели.

Бюджеты нужны предприятиям для достижения многих целей. Они не только помогают в планировании и координации экономической деятельности, служат основой для оценки эффективности деятельности предприятия, но и используются так же как средства управления и стимулирования. Проводя финансовый анализ составленных бюджетов предприятия, можно еще на стадии планирования оценить финансовую состоятельность отдельных видов его деятельности, а также решить проблему оптимизации денежных потоков, сбалансированности источников поступления денежных средств и их использования, определить объем и формы, условия и сроки внешнего финансирования.

В основе построения системы бюджетирования заложены определенные принципы.

Принцип согласования целей предусматривает балансирование всех факторов производства для достижения намеченных задач. Осуществляется это путем составления бюджетов снизу вверх, так как нижнее звено руководства более реально оценивает ситуацию и может обеспечить выполнение запланированных показателей бюджета. При этом руководство предприятия следит, чтобы интересы отдельных структурных подразделений не вступали в конфликт с интересами всего предприятия. Для этого проводят согласование бюджетных планов и их корректировку.

Принцип ответственности предусматривает передачу ответственности вместе с делегируемыми полномочиями и характеризует роль человеческого фактора в управлении предприятием. Передача ответственности непосредственно увязывается со степенью влияния, которое конкретный руководитель может оказывать на затраты, выручку или другие показатели.

Принцип гибкости предусматривает включение в систему как статичных, так и гибких бюджетов, которые помогают выбрать оптимальный объем продаж.

Система бюджетного планирования деятельности предприятия включает процесс формирования бюджетов, разработку их структуры, а также ответственность за их формирование и исполнение.

Основная цель процесса бюджетирования — разработка определенной финансовой структуры предприятия. В финансовой структуре выделяются центры финансовой ответственности и финансового учета. К центрам финансовой ответственности, как правило, относятся те структурные подразделения, которые реально влияют на

общий результат деятельности предприятия. Предпосылками для выделения структурных подразделений в центры финансовой ответственности являются:

- региональная или производственная изолированность или завершенность хозяйственной деятельности структурного подразделения;
- объем производства;
- способность структурного подразделения самостоятельно работать на рынке;
- возможность нести полную ответственность за затраты, доходы, денежные потоки от своей деятельности.

Наиболее распространены центры ответственности затрат, продаж, прибыли и инвестиций.

Центры финансового учета — это те структурные подразделения, которые реально не влияют на общий результат деятельности предприятия.

Процесс формирования бюджетов включает работу по составлению целого ряда бюджетов предприятия. Для организации бюджетного планирования деятельности предприятия целесообразно создавать на предприятии сквозную систему бюджетов, включающую основные, операционные и вспомогательные группы бюджетов.

Основные бюджеты предприятия должны являться неотъемлемой частью его бизнес-планов, а следовательно, включать в состав три основных документа финансовой отчетности. Такие бюджеты называют также финансовыми. К основным (финансовым) относятся бюджеты финансовых результатов (прибылей и убытков), движения денежных средств (план денежных поступлений и платежей) и бюджетный баланс.

Принципы построения основных (финансовых) бюджетов аналогичны порядку формирования прогнозной финансовой отчетности в составе бизнес-плана предприятия.

В экономической литературе в состав основных бюджетов часто включают инвестиционный бюджет (бюджет капитальных вложений).

Такой подход правомерен, так как составление данных бюджетов является элементом финансового планирования деятельности предприятия, однако эти бюджеты находят косвенное отражение в трех основных бюджетах предприятия, поэтому, с нашей точки зрения, целесообразнее отнести их к вспомогательным бюджетам предприятия.

Особое место в системе бюджетирования занимают операционные или функциональные бюджеты. Именно с операционных бюджетов начинается процесс бюджетирования. В состав операционных входят бюджеты продаж, производства, производственных запасов и целая группа затратных бюджетов.

К затратным относятся бюджеты прямых затрат на материалы, прямых затрат на оплату труда, производственных накладных расходов, коммерческих и управленческих расходов.

Подход к составлению этих бюджетов базируется на разделении затрат на переменные и постоянные и на понятии области релевантности, в которой сохраняется особая форма запланированных взаимоотношений выручки и затрат.

Вспомогательные бюджеты необходимы предприятию для того, чтобы полностью охватить всю базу финансовых расчетов. Состав этих бюджетов формируется предприятием самостоятельно. Перечислим наиболее значимые бюджеты: амортизации, распределения прибыли, налоговый, кредитный и т.д.

Разработка системы бюджетов начинается с составления бюджета продаж. Объем продаж в стоимостном выражении рассчитывается методом прямого счета на основе цен, установленных на продукцию и услуги, и натуральных показателей по предполагаемым продажам. Разработанный бюджет продаж используется для достижения определенных целей.

Во-первых, для определения величины выручки от продажи товаров, продукции, работ, услуг. Именно данные бюджета продаж служат основанием для подготовки бюджета прибылей и убытков, так как выручка в данном бюджете формируется по принципу передачи права собственности, а не оплаты за приобретенные товары и услуги.

Во-вторых, для формирования денежного потока предприятия, т.е. бюджета движения его денежных средств. Чтобы рассчитать будущий приток денежных средств предприятия, необходимо распределить во времени планируемый объем продаж по факту поступления выручки от продаж. С этой целью разрабатывается график погашения дебиторской задолженности предприятия, для построения которого берутся данные о сформировавшемся коэффициенте инкассации выручки. Коэффициент инкассации выручки определяет долю дебиторской задолженности, оплаченной в конкретный период времени от момента отгрузки продукции. Для расчета коэффициента инкассации необходимо создавать на предприятии реестры старения

дебиторской задолженности. Сумма притока денежных средств от продаж (текущей деятельности) найдет отражение в будущем прогнозе движения денежных средств предприятия по строке «Выручка от продажи товаров, продукции, работ и услуг».

В-третьих, для определения остатков дебиторской задолженности предприятия. Расчет этих остатков необходим для того, чтобы сформировать прогнозный баланс предприятия. Будущие остатки дебиторской задолженности можно рассчитать на основе данных объема продаж и графика поступления денежных средств от продаж по следующему алгоритму:

$$\begin{array}{l} \text{Дебиторская} \\ \text{задолженность} \\ \text{на конец периода} \end{array} = \begin{array}{l} \text{Дебиторская} \\ \text{задолженность} \\ \text{на начало периода} \end{array} + \begin{array}{l} \text{Объем} \\ \text{продаж} \end{array} - \begin{array}{l} \text{Объем} \\ \text{поступлений} \\ \text{денежных средств} \end{array} .$$

На основе бюджета продаж строится бюджет производства, для чего необходимо объем продаж скорректировать на изменения в остатках нереализованной продукции в течение периода по следующему алгоритму:

$$\begin{array}{l} \text{Объем} \\ \text{производства} \end{array} = \begin{array}{l} \text{Объем} \\ \text{продаж} \end{array} + \begin{array}{l} \text{Остатки} \\ \text{на конец} \\ \text{периода} \end{array} - \begin{array}{l} \text{Остатки} \\ \text{на начало} \\ \text{периода} \end{array} .$$

Для определения остатков нереализованной продукции целесообразно рассчитать скорость оборота на основе сложившейся финансовой отчетности.

Бюджет производства является основой для составления прямых затратных бюджетов предприятия (прямых материальных затрат и затрат на оплату труда). Бюджет прямых материальных затрат строится на основе либо установленных, либо средних затрат материалов на производство продукции. При составлении бюджета прямых затрат на оплату труда берутся трудозатраты и расценки, установленные на предприятии. Это дает информацию для подготовки следующих бюджетов.

Во-первых, бюджета финансовых результатов. Прямые материальные затраты и прямые затраты на оплату труда являются элементом себестоимости и включаются в себестоимость проданных товаров, продукции, работ, услуг.

Во-вторых, бюджета движения денежных средств. Объем материальных затрат служит основой для определения объема закупок материалов в предстоящем периоде. Определяя объем закупок, необ-

ходимо учесть и движение остатков материалов на складе предприятия. Для того чтобы правильно спланировать отток денежных средств на приобретение материалов, нужно разработать график погашения кредиторской задолженности поставщикам за приобретаемые материальные ресурсы. Для формирования оттока денежных средств по оплате труда строится график погашения задолженности по оплате труда.

На основе подготовленных расчетов можно определить и будущие остатки кредиторской задолженности, данные о которых необходимы, чтобы составить прогнозный баланс предприятия. Расчет остатков кредиторской задолженности осуществляется по следующим алгоритмам:

- 1) Кредиторская задолженность по оплате труда на конец периода = Кредиторская задолженность по оплате труда на начало периода + Начисленная заработная плата — Выплаченная заработная плата;
- 2) Кредиторская задолженность по материалам на конец периода = Кредиторская задолженность по материалам на начало периода + Объем закупок — Объем оплаты.

В состав затратных бюджетов предприятия входит и ряд комплексных бюджетов, которые составляются на основе единых методических подходов: все расходы в них группируются на переменные и постоянные, выбирается объемный показатель, в соответствии с которым корректируются переменные затраты. Для формирования денежного потока необходимо из общей суммы, включаемой в эти бюджеты, исключить амортизацию, присутствующую как элемент затрат, поскольку начисление амортизации не приводит к оттоку денежных средств предприятия.

При формировании бюджета финансовых результатов необходимо помнить о том, что проценты за банковский кредит, включаемые в состав себестоимости, не включаются в строку «Управленческие расходы», а показываются отдельной строкой.

## КРАТКОСРОЧНАЯ ФИНАНСОВАЯ ПОЛИТИКА

### Глава 11. Управление ценами на предприятии

---

#### 11.1. Системообразующие цены, формы и методы регулирования цен на предприятии

Управление ценами на предприятии представляет собой комплекс оперативно-тактических и стратегических действий финансовой службы по целенаправленному использованию цены как фундаментальной категории товарного производства, подчиненной действию закона стоимости. Функционирование цены как экономической и стоимостной категории в условиях товарно-денежных отношений происходит во взаимосвязи с другими экономическими и финансовыми категориями, такими, как товар, деньги, заработная плата, налоги в составе цены, себестоимость, прибыль, кредит, банковский процент и др. При этом производится формирование, контроль, изменение и взаимоувязка ценовых параметров с финансовыми показателями деятельности предприятия.

Управление ценами осуществляется финансовыми службами в действующей системе цен и тарифов. Эта система в значительной мере определяет полные издержки на производство и реализацию товара и важнейшие финансовые показатели деловой активности — выручку от реализации продукции (объем продаж), валовой доход предприятия, маржинальный доход (валовую маржу), прибыль, рентабельность. Значения используемых в финансовом менеджменте показателей основного и оборотного капитала, стоимости предприятия, операционного (производственного) рычага, финансового рычага, окупаемости инвестиций, приведенной стоимости проекта также подвержены влиянию цен.

Цены и тарифы далеко не всегда формируются и пересматриваются самим предприятием. Например, не устанавливаются предприятиями-потребителями цены на топливо, тарифы на электро- и теп-



лоснабжение, железнодорожную и прочую перевозку грузов, ставки арендной платы, цены на потребляемые сырье, основные и вспомогательные материалы, сметные нормы и расценки на капитальный ремонт и капитальное строительство, выполняемые подрядными строительными организациями, и т.п. Следовательно, управление ценами осуществляется в системе действующих цен и тарифов, включающих как непосредственно регулируемые предприятием цены, так и нерегулируемые. В зависимости от конкретных условий ведения бизнеса часть цен может выступать в качестве ограниченно регулируемых (например, при подборе поставщиков с более низкими ценами на продукцию). Финансовый менеджер не может абстрагироваться от действующей ценовой системы государства. Управляя ценами предприятия, он прогнозирует и учитывает взаимосвязи, направления и масштабы изменений в системе цен государства, затрагивающие интересы конкретного бизнеса. При выработке ценовой политики важно также учесть макроэкономический аспект движения экономики.

От системы цен в государстве к системе и конъюнктуре цен рынка в своем сегменте и далее — к внутренним корректировкам системы цен, зависящим непосредственно либо частично от деятельности предприятия. Такова логика системного управления ценой как важнейшего инструмента и объекта управления финансами предприятия. Система цен государства представляет собой совокупность разновидностей цен, через которую в практике хозяйствования выражается меновая форма стоимости товаров, т.е. способность их обмениваться опосредованно через деньги. Цена — денежная оболочка отношений мены, стоимость — их содержание. Практические проявления действия системы цен и эффекта от их оперативного управления выражаются посредством актов купли-продажи товаров, оплаты выполненных работ и оказанных услуг. Важнейшая общая целевая задача управления ценами на уровне государства и предприятия — максимизация финансового результата — достигается на основе формирования и поддержания цен рыночного уровня и рациональных соотношений цен на потребляемую и производимую продукцию (работы, услуги).

Необходимо отличать фундаментальные принципы построения системы цен в экономике от их названий в конкретных условиях развития экономической структуры общества. Эти принципы находят выражение в таких понятиях, как оптовые цены предприятия и оптово-сбытового звена, а также розничные цены. Эти виды цен

представляют собой системообразующие или базовые цены. Они существуют в любой экономике, характеризуют общую для всех экономических систем механику товародвижения: от стадии производства к оптово-сбытовому звену и далее, до розничной торговли — магазина, доводящего товары до потребителя. Базовые цены экономики строятся по основополагающему принципу формирования прибыли после возмещения произведенных денежных затрат на производство и реализацию продукции, издержек обращения, эксплуатационных расходов. Эти цены имеют разновидности. Например, для оптовых цен предприятия это могут быть: тарифы на электроэнергию, железнодорожный, автомобильный, морской, речной и воздушный виды перевозок, бытовое обслуживание населения; закупочные цены на продукцию сельскохозяйственного производства; сметная стоимость строительства, определенная на основе сметных норм и расценок с учетом необходимых денежных накоплений для подрядной строительно-монтажной организации.

Начиная с 1992 г. оптовые и розничные цены стали свободными и получили название отпускных цен предприятия, региональных и городских оптово-сбытовых баз. Название розничной цены покупки населением товаров осталось без изменения. Между действующими отпускными (розничными) ценами и прежними прейскурантными оптовыми (розничными) ценами есть много общего: место их формирования; состав цен (себестоимость — прибыль — налоги в составе цены); сущность денежного выражения сделки купли-продажи в порядке опта. Различия касаются изменения структуры цен под влиянием изменений их налоговой компоненты за счет акцизов, НДС, налога на реализацию ГСМ и др. Следовательно, в современных условиях управлять ценой на предприятии — это управлять и налогами, формирующими отпускные и розничные цены.

Многие товаропроизводители в условиях рыночной экономики пытаются избежать промежуточных оптово-сбытовых звеньев реализации выпущенных товаров. Если предприятие обращается к услугам товарно-сырьевой биржи, где заключаются сделки, то неминуемо имеет дело с аккредитованными там брокерскими конторами, взимающими комиссионные. Если же поставки прямые, то платежей посредникам удастся избежать. Таким образом, биржевая цена является разновидностью оптовой цены снабженческо-сбытовой организации, которая включает те же издержки обращения и прибыль биржи. Мировая практика выработала другую форму товародвижения — ре-

ализацию продукции через дилерские организации, которые могут быть постоянными и временными (на срок контракта). Продажа продукции дилерам осуществляется производителем по льготным отпускным (контрактным) ценам с оплатой по факту отгрузки на склад дилера или непосредственно в его розничную торговую сеть. В операциях с ценными бумагами используются котировки (цены купли-продажи) фондового рынка, который бывает биржевым и внебиржевым. Цена, по которой покупаются ценные бумаги эмитента, может быть ценой первичного размещения на первичном рынке и ценой вторичного (последующего) размещения на вторичном рынке. Специфическая разновидность оптовых цен — зачетная цена, применение которой не сопряжено с использованием денежного оборота. Разновидностями зачетных цен выступают номинальная, учетная и рыночная (под доходность) цена векселя.

Государственная политика регулирования цен имеет постоянный объект в системе цен в экономике — регулируемые государством цены предприятий. Практически она реализуется в следующих прямых и косвенных формах:

1) государственное лимитирование уровня цен путем административного ограничения роста или установления минимального уровня цен на отдельные виды продукции, например, минимальных розничных цен на водочные изделия;

2) государственное финансовое регулирование уровня цен путем дотирования из бюджетов — федерального, субъектов Федерации и местных бюджетов — отдельных видов продукции сельского хозяйства и промышленности, например, мяса, молока, яиц, хлеба, сахара, фармацевтической продукции для отдельных категорий граждан;

3) государственное монопольное установление цен, например, при продаже золотодобытчиками своей продукции государству по государственным сдаточным ценам для использования на нужды ювелирного производства и пополнения золотых запасов страны, при установлении цен на другие драгоценные металлы и камни, а также металлы, элементы и вещества, составляющие монополию государства на производство, добычу и использование;

4) государственное косвенное регулирование цен в результате государственной таможенной политики установления порядка исчисления, валюты оплаты и размеров экспортно-импортных пошлин по группам, видам и отдельным наименованиям вывозимой и ввозимой продукции.

Косвенное регулирование не связано непосредственно с установлением или фиксацией новой цены. Оно может проявляться в выделении целевого государственного финансирования отдельным народнохозяйственным комплексам, имеющим определяющее значение для всей ценовой системы страны: электроэнергетики, газовой, нефтяной, нефтеперерабатывающей промышленности, железнодорожного транспорта и др.

Косвенной формой государственной финансовой политики регулирования цен выступает кредитное регулирование цен путем предоставления льготных кредитов, например, сельскохозяйственным предприятиям и организациям на закупку техники, семян, создание запасов топлива под посевную. Отечественная практика знает неоднократные списания государством долгосрочной и текущей задолженности колхозов и совхозов по банковским кредитам.

Финансовая политика государства в области регулирования цен связана с применением двух основных методов финансового регулирования: изъятия и предоставления финансовых ресурсов хозяйствующим субъектам. Практически эти методы реализуются в ценовой системе государства через разнообразные налоговые и неналоговые формы. Первый метод воздействует на уровень цен через увеличение или уменьшение налоговых составляющих в ценах на тот или иной вид товара. Например, увеличение или уменьшение акциза на продажу автомобилей, устанавливаемого в процентах к отпускным ценам производителя, определяет уровень фактически оплачиваемой покупателем цены за данный товар. Финансовое регулирование может осуществляться также с использованием наиболее распространенных налоговых форм, таких, как налог на добавленную стоимость, налог с продаж, налог на прибыль, государственные пошлины. Таким образом, важнейшей отличительной чертой первого метода финансового регулирования цен является налоговый характер регулирования цен, а также использование налоговых форм изъятия дохода.

Особенностью второго метода финансового регулирования цен является предоставление финансовых ресурсов хозяйствующим субъектам. Типичная форма такого предоставления — бюджетное финансирование, имеющее целевой характер. Инструмент в руках государства для практической реализации этой формы — бюджетная система страны. Примеры практического применения: дотирование ряда видов медикаментов, а также мяса, молока и других продуктов питания в регионах. Особенностью этой формы финансового регу-

лирования цен является то, что она функционирует при данной системе цен и налогов, пропорциях, соотношениях цен и налогового изъятия доходов. Таким образом, важнейшей отличительной чертой второго метода финансового регулирования цен является бюджетный характер их регулирования при сложившихся соотношениях цен и налоговых пропорциях.

Наиболее эффективное управление ценами предприятий в мировой и отечественной практике достигается в результате дотирования цен производителей и потребителей. Бюджетное регулирование цен предприятий представляет неналоговую форму государственного и регионального финансового регулирования соотношения цен путем предоставления бюджетных ресурсов в распоряжение хозяйствующего субъекта для целевого формирования финансовых ресурсов.

## 11.2. Основы ценовой политики предприятия и главные направления менеджмента цен

Ценовая политика предприятия базируется на маркетинговых исследованиях. Производитель продукции формирует цену ее реализации под влиянием соотношения спроса и предложения на каждый вид товара в данном сегменте рынка. При проведении ценовой политики предприятие учитывает существующую в рыночной экономике обратную связь между ценой реализации товара и величиной спроса на него. Рыночная цена товара и его предложение находятся в прямой зависимости. Зависимость цены от спроса и предложения представлена на рис. 1.

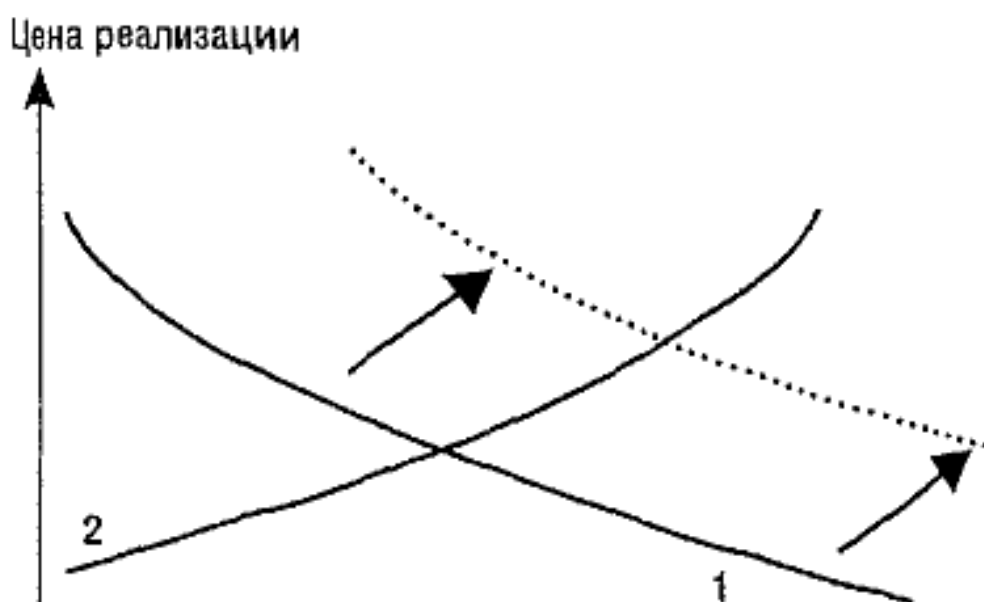
Точка пересечения кривых спроса и предложения на товар, взятых во времени и по уровням складывающихся цен, представляет собой рыночную цену товара, уравновешенную в соответствии с законом спроса и предложения. Это цена так называемого рыночного равновесия, т.е. реально существующая цена на рынке данного товара. Равновесная рыночная цена отражает такой уровень, при котором решения о продаже и купле товара синхронизируются в масштабах рынка данного товара. Способность конкурирующих сил предложения и спроса устанавливать цену на таком уровне представляет уравновешивающую функцию цен.

Увеличение спроса воздействует на уровень цены и количество предлагаемого покупателю товара. При этом кривая спроса перемещается по постоянной кривой предложения. Как видно на рис. 2,

рост спроса смещает его кривую вверх, увеличивая и предложение и цену. Сокращение спроса будет перемещать эту кривую в противоположную сторону — вниз по кривой предложения, понижая и предложение и уровень отпускной цены.



Рис. 1. Зависимость цены от спроса: 1 — спрос; 2 — предложение



смещением кривой предложения по постоянной кривой спроса. Как видно на рис. 3, кривая предложения смещается вниз, в результате чего цена на товар имеет тенденцию к снижению при одновременном увеличении спроса на изделие, а значит, и объема его продаж на рынке. При уменьшении предложения эта кривая будет смещаться по кривой спроса в противоположную сторону, т.е. вверх, инициируя рост цены товара и снижение спроса на него. Величина предложения меняется при изменении цены на данный товар.

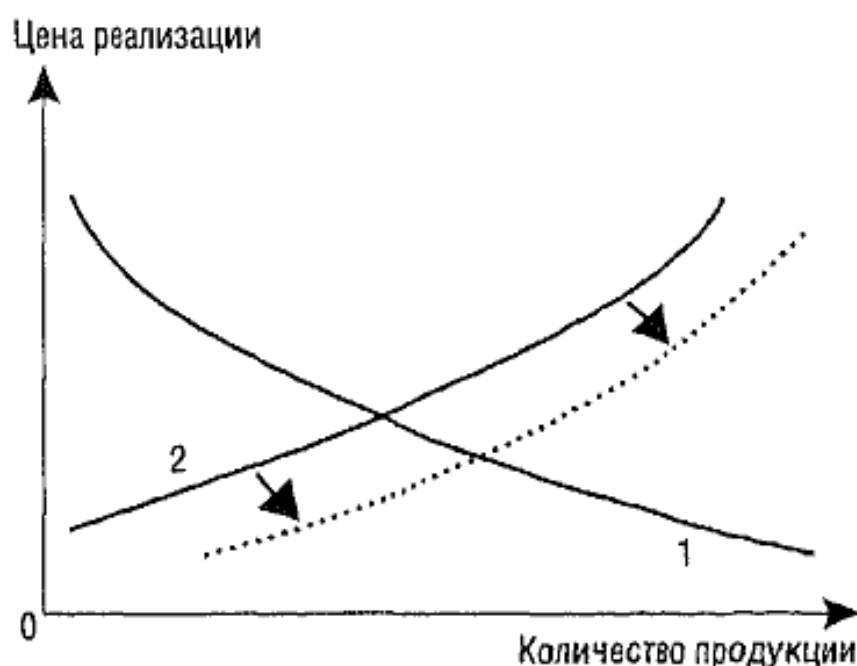


Рис. 3. Изменение предложения: 1 — спрос, 2 — предложение

Спрос и предложение характеризуются эластичностью — степенью чувствительности потребителей к изменениям цены продаваемого им товара. Если потребители продукции достаточно чувствительны к изменению цены продажи, то спрос характеризуется как эластичный, если мало чувствительны, то спрос неэластичный. Когда, например, предприятие, выпускающее продукцию определенной марки, повышает отпускную цену для отгрузки сбытовым организациям и сталкивается с ощутимыми потерями в объемах реализации по контрактам, то спрос выступает как эластичный. Если цена производителя на продукцию снижается, а объем продаж резко возрастает, то спрос также эластичен.

Одним из важнейших элементов ценовой политики предприятия выступает определение базовой цены реализации товара. Она редко равна фактической рыночной цене продажи и тем более равновесной цене. Базовая цена определяется предприятием исходя из денежного выражения индивидуальных текущих издержек на произ-

водство и реализацию продукции с учетом нормы прибыли или рентабельности производства. Индивидуальные текущие издержки на производство и реализацию товара и индивидуальные понятия производителей о его прибыльности выступают основными факторами отклонения базовой цены от фактической рыночной.

Определение базовой цены предполагает анализ собственных текущих затрат на производство и реализацию продукции и на выбор метода ценообразования. В зависимости от особенностей структуры себестоимости продукции, характерной для предприятия, прибыль может включаться в базовую цену пропорционально производственной себестоимости изделия, полной себестоимости его производства, материальным затратам на производство товара, стоимости его обработки и другим показателям. Базовая цена отклоняется от цены товара на рынке и по той причине, что она, в принципе, не может и не должна учитывать факторы неопределенности, связанные с динамикой спроса и предложения, изменениями в условиях конкуренции. Базовая цена представляет собой не столько прогнозную, сколько минимально необходимую цену реализации товара для удовлетворения внутренних потребностей предприятия. Обычно это цена минимального запроса производителя по выгодности производства определенного товара в конкретных условиях рыночной среды.

Минимальность запроса по уровню рентабельности каждое предприятие понимает в зависимости от особенностей его производственно-финансовой деятельности. Одно предприятие может трактовать эту минимальность как 20% рентабельности к полной себестоимости товара, другое предприятие — как 30%. Некоторые предприятия не используют надбавки и скидки к отпускным (розничным) ценам, например, за качество, сортность, задержку платежа, досрочную оплату и т.п. Реализация продукции здесь осуществляется по стабильной на определенном отрезке времени отпускной (розничной) цене. В этих случаях базовая цена отражает жесткий ценовой запрос потребителю и приближается по существу к цене фактической реализации.

Другие предприятия вынуждены увеличивать свой запрос по выгодности продаж продукции на сумму возможных скидок с цены потребителям. Так происходит на железнодорожном транспорте, где установлены базовые тарифы на перевозку грузов, которые обеспечивают минимальную выгодность грузопотоков для железных дорог при условии предоставления системы скидок. Эти базовые тарифы могут увеличиваться или льготироваться в зависимости, например,



от расстояния перевозки, характера груза, выполнения грузоотправителем или грузополучателем работ для системы МПС России, оказания необходимых ей услуг, наличия межправительственных соглашений об условиях расчетов за перевозку грузов между странами СНГ и др. В связи с этим управление ценами и тарифами на предприятии может быть представлено как процесс корректировки базовых цен и тарифов в соответствии с целевыми установками производителя и рядом рыночных условий, в числе которых определяющее значение имеют спрос, предложение, мониторинг цен конкурентов, наличие ценовых ограничений правительством или внутриведомственными решениями.

При управлении ценами финансовый менеджер предприятия вынужден учитывать такой фактор динамики отпускных (розничных) цен, как убывание по мере роста спроса и сбыта общественной (потребительской) полезности продаваемых товаров. Предельная полезность товара представляет собой трансформированный через динамику спроса и объемов продаж ценовой сигнал потребителей на изменение цены продажи. Теория предельной полезности учитывается в работе по сохранению ценовых и товарных позиций на рынке, поскольку принимает во внимание изменение спроса в результате постепенного насыщения рынка данным товаром за счет роста объема продаж и многократности его покупок. При этом полезность товара для потребителя стремится к предельной и по мере насыщения рынка приближается к нулю. Фактор движения полезности товара к предельной лежит в основе маркетинговой политики предприятия, но он также заставляет управлять ценами и за счет улучшения качества продукции, технических характеристик и других потребительских свойств, обновления ассортимента выпускаемых изделий.

В условиях динамичной рыночной экономики ценовой метод регулирования финансовых процессов выступает эффективным инструментом проведения краткосрочной финансовой политики предприятия. В основе управления ценами лежит определение финансовым менеджером критериев для установления, контроля и изменения цен. Можно выделить несколько блоков процесса управления ценами на предприятии: формирование цены на новое или вновь освоенное изделие; изменение цены изделия под влиянием конъюнктуры рынка; целенаправленное изменение структуры производства продукции с одновременным повышением средней цены изделия, массы прибыли и уровня рентабельности продаж; фиксирование пониженной или повышенной цены.

Оперативное управление ценами на предприятии чаще всего связано с принятием решений об изменении уровня цен. Исключением являются случаи, когда предприятия осваивают новую продукцию, удерживая сложившийся уровень цен на отдельные изделия. Однако прежде, чем изменять цену, ее необходимо сформировать. Важным средством управления и контроля за формированием цен на предприятии является составление, исполнение и анализ калькуляции себестоимости изделия, а также затрат на его производство и сбыт. Большое значение при управлении ценами имеет политика предприятия по организации и осуществлению сбыта продукции, формированию и оптимизации внепроизводственных расходов.

Управление ценой — это прежде всего управление производственной себестоимостью выпуска отдельных видов продукции. Именно здесь может быть создан резерв для фиксации пониженной цены на изделия за счет систематической экономии себестоимости продукции, иначе трудно нейтрализовать мощный фактор производственного потребления, способствующий повышению цены. В результате рост издержек производства может слабо компенсироваться ростом выручки от реализации, возникает опасность финансовых затруднений и некупаемости текущих денежных затрат на производство и реализацию продукции.

Удержание высокой рыночной цены зависит от эффективности затратных основ формирования себестоимости, возможностей ее снижения, динамики рыночного спроса и предложения. В практике управления ценами на предприятии фактически смыкаются несколько вопросов: формирование новой и пересмотр действующей цены, фиксирование ее на пониженном или повышенном уровнях.

Финансовая политика предприятия в области формирования цен на новые изделия, выполняемые работы и оказываемые услуги выступает как политика продвижения этих товаров на рынок финансово-ценовыми методами. Нет смысла формировать цену на новый товар, который не будет продаваться, поэтому финансовый менеджер вместе с менеджером по продажам и другими службами предприятия определяет маркетинговые возможности использования нескольких цен на новую продукцию: цены внедрения товара на рынок аналогичных изделий; средней нормы прибыли, возмещающей фактические издержки по производству изделия и обеспечивающей ту же норму в группе однородных производств или в отрасли; цены лидера рынка — ведущего производителя данной продукции; «психологической» цены, ниже любой суммы, кратной 10; цены «снятия сливок» с нового

продукта в расчете на определенные круги покупателей; престижной цены на новые изделия особо высокого эксклюзивного качества. Выбор конкретных видов цен на новые изделия зависит от места предприятия на рынке аналогичных товаров, уровня конкурентности рынка, необходимости скорейшей окупаемости затрат на создание и освоение нового изделия, скорости внедрения товара на рынок и т.п.

Целенаправленное или вынужденное изменение цены изделия происходит под влиянием как внутренних, так и внешних факторов. Внутренние факторы связаны с производственно-финансовой деятельностью предприятия, внешние — с общей динамикой цен под влиянием спроса и предложения товара на рынке. Внешними факторами являются также цены на топливо, тарифы на перевозки, электроэнергию, газ, коммунальные услуги, валютный курс рубля. Таким образом, не только финансовый менеджер управляет ценами, но изменение ценовых условий и соотношений цен в хозяйстве оказывает влияние на процесс управления ценами на предприятии. В этих условиях задача финансового менеджера состоит в том, чтобы грамотно учесть или отклонить сигналы рынка на повышение или понижение цен на предприятии.

По способу внесения изменений различают планово-прогнозное и внеплановое фактически сложившееся изменение цен. Внеплановые коррективы вносятся под влиянием конъюнктуры рынка или по причинам целевого характера. Планово-прогнозное изменение цен на продукцию может осуществляться на базе снижения норм расхода материальных и топливно-энергетических ресурсов, экономии затрат живого труда за счет роста его производительности, экономии на условно-постоянных расходах и амортизационных отчислениях, приходящихся на единицу продукции. Планово-прогнозное изменение цен объединяет маркетинговые исследования с анализом вопросов производства, снабжения и сбыта, финансового состояния предприятия и перспектив его изменения. Только такая цена с учетом динамики валютного курса рубля, инфляции, стоимости капиталов может рассматриваться как эффективная для данного предприятия.

Целенаправленное изменение структуры производства продукции связано с изменением ассортимента и количества продукции по критериям уровня цены, рентабельности, величины прибыли в продаже единицы изделия. Общая средняя цена в таких случаях, как правило, возрастает. Такое изменение относится к числу мероприятий, которые при прочих равных условиях могут вести к росту сред-

ней рентабельности, массы получаемой прибыли, укрепляя финансовую устойчивость предприятия. Увеличивать среднюю цену продаж целесообразно в случае получения эффекта наращивания массы прибыли от реализации товарной продукции. Однако структурный сдвиг против бизнес-плана имеет свои недостатки: могут нарушиться запланированные в нем межпроизводственные и сбытовые связи. Дополнительный спрос потребителей отдельных выгодных изделий может оказаться латентным. Сформированные производственные запасы под этот спрос могут остаться невостребованными, что означает отвлечение их в сверхнормативные запасы. В связи с этим финансовый менеджер не должен легко относиться к структурным сдвигам, поскольку они затрагивают не только производство, цену, сбыт, прибыль, но и оборотные средства.

Фиксирование пониженной или повышенной цены на изделие часто означает дотирование цен за счет внешних источников, внутреннюю компенсацию потерь за счет собственных и заемных финансовых ресурсов для обеспечения стратегических целей предприятия. Иногда фиксируются не только цены, но и надбавки (наценки) к ним в связи с коммерческим расчетом, когда специально недополучают прибыль из-за неповышения цены. Так, многие торговые организации сегодня живут не за счет повышения торговых наценок (надбавок), а за счет увеличения торгового оборота по продажам товаров. Такой подход отражает не текущий, тактический характер управления ценой, а часть финансовой стратегии производственно-коммерческой структуры.

Таким образом, управление ценами, являясь составной частью краткосрочной финансовой политики, может выражать общую финансовую стратегию предприятия. В зависимости от целевых установок управление ценами на предприятии может быть текущим и стратегическим, т.е. осуществляться в рамках краткосрочной и долгосрочной финансовой политики. Практическим проявлением ценовой стратегии является долговременная цена, которая подвержена небольшим изменениям в течение длительного периода времени.

### 11.3. Управление ценами на новые изделия и корректировка действующих цен

Финансовый менеджер управляет ценами или путем установления (пересмотра) уровня базовых отпускных цен, или используя скид-

ки и надбавки к базовым ценам. При определении уровня базовых отпускных цен следует различать базовые цены по сравнимой продукции, производимой в наибольших масштабах в предшествующем периоде (году), базовые цены по вновь освоенной, несравнимой товарной продукции, которая не производилась в предшествующем периоде.

Управление ценой по сравнимой и несравнимой товарной продукции осуществляется на основе плановых калькуляций себестоимости изделия и определения уровня отпускной цены. Для установления цены новой продукции производственно-технического назначения большое значение имеет правильное определение экономической эффективности применения изделия потребителем, а по товарам непромышленного назначения легкой, текстильной, мясо-молочной, хлебопекарной, пищевой, кондитерской промышленности и другим продовольственным товарам — потребительской стоимости нового продукта. В обоих случаях определяется потребительная ценность или полезность товаров, их способность удовлетворять потребности и запросы потребителя.

Эта потребительная стоимость должна быть правильно выражена в стоимостном, денежном выражении через установленную цену. По существу, потребительная стоимость представляет способность товара удовлетворить потребности потребителя, которые не сводятся лишь к качеству изделия. Потребительские свойства (мощность двигателя, экономичность расхода топлива, коэффициент полезного действия и т.п.) могут быть представлены как совокупность параметров, определяющих полезность товара. Изменение этих параметров, специфических для каждого нового или улучшенного изделия, и является основой определения его цены. Для установления уровня цены рассматриваемой продукции обычно используют параметрические методы: балльный метод, метод удельной цены и регрессионный метод.

Балльный метод предусматривает оценку потребительных свойств по выделяемым конкретным параметрам качества и полезности товара. К этим параметрам могут, например, относиться разнообразные технические, экономические, эргономические, эстетические и другие качества и свойства изделия. Каждая позиция для формирования цены нового изделия получает оценку в баллах. На основе суммирования и сопоставления баллов новой и базовой продукции определяется цена новой продукции ( $H_{II}$ ):

$$H_{ц} = P_{ц} \times C_{бн}, \quad (78)$$

где  $H_{ц}$  — цена вновь освоенного или улучшенного изделия;  
 $P_{ц}$  — расчетная цена, приходящаяся на один балл базового изделия;  
 $C_{бн}$  — сумма баллов вновь освоенного или улучшенного изделия.

При этом расчетная цена базового изделия ( $P_{ц}$ ) определяется как отношение базовой цены изделия ( $B_{ц}$ ) к сумме баллов базового изделия ( $C_{бб}$ ). Присвоение баллов каждому из параметров производится экспертным путем.

Метод удельной цены основывается на выделении главного для производителя и потребителя параметра выпускаемой продукции. Например, в электромашиностроении это может быть мощность троллейбусного электродвигателя. При этом определяется удельная цена базового электродвигателя ( $Y_{цб}$ ) как базовая цена изделия ( $B_{ц}$ ), приходящаяся на единицу его мощности ( $M_{б}$ ). Новая цена вновь освоенного более мощного электродвигателя вычисляется следующим образом:

$$H_{ц} = M_{н} \times Y_{цб}, \quad (79)$$

или

$$H_{ц} = M_{н} \times (B_{ц} : M_{б}), \quad (80)$$

где  $M_{н}$  — значение параметра мощности нового электродвигателя.

Регрессионный метод связан с определением цены на основании построения уравнений регрессии, описывающих зависимость изменения цены от улучшения ряда параметров качества изделия. В нашем примере помимо мощности это может быть вес электродвигателя на единицу мощности, коэффициент полезного действия и др.

Базовые цены по сравнимой товарной продукции могут быть представлены как цены без скидок и надбавок, а также без налогов, непосредственно формирующих цену реализации продукции. Основным методом формирования базовой цены, наиболее часто применяемым в отечественной и зарубежной практике, является метод полной себестоимости или денежного выражения всех издержек на производство и реализацию товара. Новая цена ( $H_{ц}$ ) при этом определяется следующим образом:

$$H_{ц} = C + (P \times C) : 100\%, \quad (81)$$

где  $C$  — скалькулированная полная себестоимость изделия;  
 $P$  — рентабельность изделия к его полной себестоимости.

Прибыль, включаемая в цену продукции, может быть определена не только пропорционально полной себестоимости (второго слагаемого формулы (81)). В тех случаях, когда в цене необходимо полнее учесть трудоемкость изделия, может применяться метод нормативной стоимости обработки. Принципиально он отличается от предыдущего метода способом включения прибыли в состав цены: пропорционально стоимости обработки изделия (изготовления, переработки), которая представляет денежное выражение текущих затрат на оплату труда. Эти затраты принимаются в расчет в части включения в себестоимость единицы данного вида продукции (изделия). Например, нормативный фонд оплаты труда в себестоимости изделия составляет 40 тыс. руб., рентабельность по отношению к фонду оплаты труда — 60%, полная себестоимость изделия — 80 тыс. руб. Цена на изделие исходя из стоимости обработки составит:  $80 \text{ тыс. руб.} + (40 \text{ тыс. руб.} \times 60\%) : 100\% = 104 \text{ тыс. руб.}$  В тех случаях, когда стоимость обработки определяется не на основе установленных нормативов затрат труда, а по факту или плану, формирование прибыли в цене изделия ведется пропорционально стоимости обработки.

В других методах ценообразования используются классификационные признаки деления элементов затрат и статей калькуляции себестоимости на денежное выражение постоянных и переменных затрат на производство изделия. К ним относятся три метода: маржинальных издержек, прямых затрат, рентабельности проекта инвестиций.

Метод формирования цены товара исходя из маржинальных издержек основан на определении составляющих валовой маржи. Он базируется на разделении полной себестоимости изделия на постоянные и переменные издержки на производство и реализацию товара в денежном выражении. Для этого подсчитывается общая сумма прямых переменных затрат на единицу изделия вместе с желательной величиной валовой маржи на единицу этого изделия, определяемой исходя из прогнозируемых в расчете на год показателей: выпуска продукции, постоянных затрат и желаемой прибыли.

Метод рентабельности инвестиций может применяться как метод определения минимальной (предельной) цены реализации товара, при которой его продажа не будет убыточной, исходя из денежного выражения переменных и постоянных затрат на единицу изделия. К полученной величине добавляется расчетная сумма платежей за использование заемных средств на финансирование проекта инвестиций

(расходы предприятия по уплате процентов за кредит должны быть заложены в цену). В результате получается предельная цена, ниже которой при платности использования заемных средств на финансирование проекта продавать изделие не имеет смысла:

$$P_{ц} = C_{пп} + [(Z_{ф} \times P_{зф}) : 100\%] : O_{п}, \quad (82)$$

где  $P_{ц}$  — предельная цена вновь освоенного изделия,  
 $C_{пп}$  — суммарные переменные и постоянные затраты на единицу изделия,  
 $Z_{ф}$  — сумма заемного финансирования для реализации проекта,  
 $P_{зф}$  — плата за использование заемного финансирования (проценты по кредиту);  
 $O_{п}$  — предполагаемый годовой объем производства

Согласно методу прямых затрат за основу ценообразования принимается производственная себестоимость товара, которая подлежит учету и отражению по элементам сметы затрат на производство. Сначала подсчитывают общую сумму прямых затрат и накладных расходов, приходящуюся на единицу изделия, т.е. производственную себестоимость единицы товара. Затем определяют предельную цену продажи изделия исходя из необходимости покрытия сбытовых и других (например, административно-управленческих) расходов, не отражаемых в смете затрат на производство. Для обеспечения такого покрытия в расчете применяется установленная эмпирическим или расчетным путем процентная надбавка к производственной себестоимости изделия. Предельную цену рассчитывают по формуле

$$P_{ц} = C_{пн} + (C_{пн} \times H_{с}) : 100\%, \quad (83)$$

где  $C_{пн}$  — суммарные прямые затраты и накладные расходы по смете затрат на единицу изделия (производственная себестоимость изделия);  
 $H_{с}$  — надбавка на производственную себестоимость для покрытия сбытовых и административно-управленческих расходов.

Финансовый менеджер должен внимательно относиться к надбавкам (наценкам) и различать надбавки для покрытия расходов предприятия, учитываемые в составе себестоимости продукции, надбавки на прибыль (рентабельность), закладываемые в цену, а также ассортиментно-качественные и расчетные надбавки (наценки), скидки (уценки), применение которых вызвано дифференцированным методом определения продажной цены в зависимости от параметрических качеств продукции, поощрения и санкций в ходе ее реализации. От определения надбавок (наценок) и скидок (уценок) на товар во многом зависит понимание базовой цены.



Базовая цена трактуется как предельная (безубыточная) цена, включающая индивидуальный запрос производителя по рентабельности (прибыльности) производства и реализации данного изделия. В предельной цене, не дающей предприятию прибыли, полностью учтены все потребности покрытия денежного выражения расходов, относимых на себестоимость и формирующих полную себестоимость товара. В зарубежной практике, однако, считается, что базовая цена не должна учитывать транспортные, страховые, сервисные и прочие компоненты. При этом базовая цена сведена к абстрактной величине, по которой никто ничего не покупает и не продает. В нашем же понимании базовая цена есть вполне реальная цена продажи при общих средних учетных условиях. Лишь в конкретной сделке в силу отклонения от таких условий она может не совпадать с ценой договора поставки.

Установление базовых цен по сравнимой и несравнимой товарной продукции зависит не только от менеджера по продажам или финансового менеджера, но и от типа рынка, на котором работает предприятие. Существуют следующие типы рынка:

- рынок чистой конкуренции, когда производимая продукция выпускается многими предприятиями и любой производитель готов вписаться со своими издержками в рыночную цену продаваемой продукции;

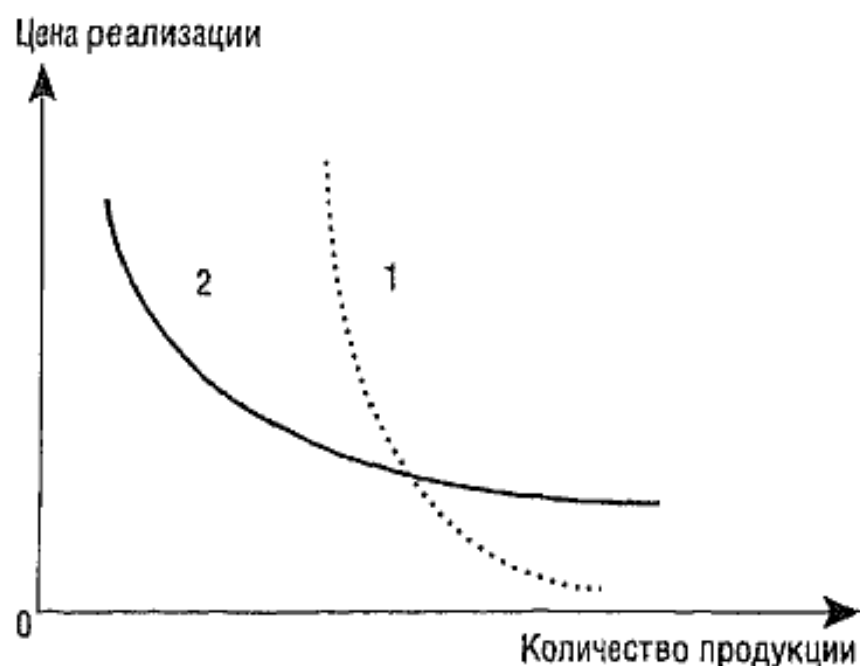
- рынок монополистической конкуренции, при котором предприятия осуществляют куплю-продажу продукции не по единой рыночной цене, а по дифференцированным ценам, имеющим серьезные отклонения от равновесной рыночной цены;

- рынок олигополистической конкуренции (разновидность монополистического рынка) — полузакрытый рынок с затрудненным доступом и немногочисленными участниками, что делает их очень чувствительными ко всяким изменениям цен на нем;

- рынок чистой или полной монополии, где конкуренция фактически отсутствует и производитель или продавец товара получает возможность проводить любую ценовую политику, максимально приемлемую для покупателя.

Проведение ценовой политики обычно осуществляется в соответствии с типом и тенденциями того сегмента рынка, в котором находится предприятие. Большое влияние на управление ценами будет оказывать не только текущая деловая активность, но и стратегические претензии предприятия на удержание и развитие своих позиций

на рынке товаров. На конкурентных рынках цена реализации зависит от динамики спроса и предложения. Основа управления ценами в условиях меняющейся конъюнктуры рынка — непрерывный мониторинг спроса и цены на товары, производимые предприятием, который позволяет отслеживать характер изменения эластичности спроса. Характеристика спроса в связи с изменением цены представлена на рис. 4.



**Рис. 4.** Изменение спроса в зависимости от изменения цены:  
1 — спрос неэластичный; 2 — спрос эластичный

При неэластичном спросе цена на продукцию резко возрастает, причем спрос на нее почти не меняется, оставаясь достаточно высоким. Такая зависимость для предприятия очень выгодна, поскольку позволяет максимизировать финансовый результат. Величина спроса на товары и цены их продаж могут быть установлены исходя из исполненных и заключенных договоров на поставку продукции. Следовательно, количественно могут быть установлены средние величины спроса на товары и средние цены их продажи. Изменение этих показателей, выраженное в процентах к средним величинам, и позволяет финансовому менеджеру количественно определить эластичность спроса.

Мониторинг цен и ценовых соотношений представляет средство для анализа рыночной ситуации и принятия управляющего ценового решения. Методы полной и частичной корректировки цен предприятия в ходе изменения конъюнктуры рынка являются одновременно и методами повышения конкурентоспособности. Они связаны с вы-

бором следующих разновидностей цен: эластичной цены, быстро меняющейся под влиянием соотношения спроса и предложения; скользящей цены, понижающейся при насыщении рынка товаром; сегментной цены, представляющей уже сложившуюся в сегменте рынка цену на товар; демпинговой цены реализации товаров по бросовым ценам; преимущественной цены, отличающейся от демпинговой систематическим понижением за счет лидирующих позиций предприятия на рынке; пониженной против большинства предприятий цены производителей, средней между демпинговой и преимущественной ценами. В бизнесе большое распространение получили договорные цены, которые в связи с большим объемом, длительностью и постоянством контракта обеспечивают значительную выгоду потребителю продукции против обычно применяемых цен поставки.

Для потребителей конкретного вида продукции существуют своеобразные ножницы цены. Изменение цены в пределах от нижнего до верхнего уровня потребители воспринимают как изменение качества товара, поэтому одним из методов управления ценами становится работа по улучшению качества, которая должна инициироваться финансовым менеджером. Если не удастся существенно улучшить качество, то товар изменяют под видом улучшения его потребительских свойств (например, электрочайники «Тефаль» стали выпускаться в исполнении «Тефаль-голд» с теми же параметрами мощности, но под видом уменьшения накипи).

Учет в ценах конъюнктуры рынка предполагает не только изучение собственно спроса и предложения. От финансового менеджера требуется и просчет ценовых последствий налоговых изменений, которые непосредственно затрагивают проведение ценовой политики предприятия. Трудно удержать цену, если увеличивается налоговая компонента за счет изменения таких налогов, как акцизы, налог на добавленную стоимость и т.п. Как видно на рис. 5, изменение размера (ставок) таких налогов вызывает изменение величины спроса. Поскольку установившееся равновесие в точке пересечения сплошных кривых спроса и предложения нарушается под влиянием роста налогов, предприятие-продавец хочет сохранить прежние накопления в цене для того, чтобы цена на товар компенсировала рост налогового бремени на производителя. В тех случаях, когда спрос неэластичный, предприятие может полностью переложить возросшую сумму налогов на потребителя путем увеличения цены. Другая ситуация с кривой эластичного спроса представлена на рис. 5: уровень

компенсационной цены в точке пересечения кривой спроса и пунктирной кривой предложения ограничен возможностью достаточно резкого падения спроса. Это означает, что при попытке полного переложения налога за счет увеличения цены на товар на потребителя возникает реальная перспектива резкого снижения выручки от реализации продукции, поэтому при эластичном спросе главное бремя повышения налогов чаще всего несет предприятие-продавец, а не покупатель.

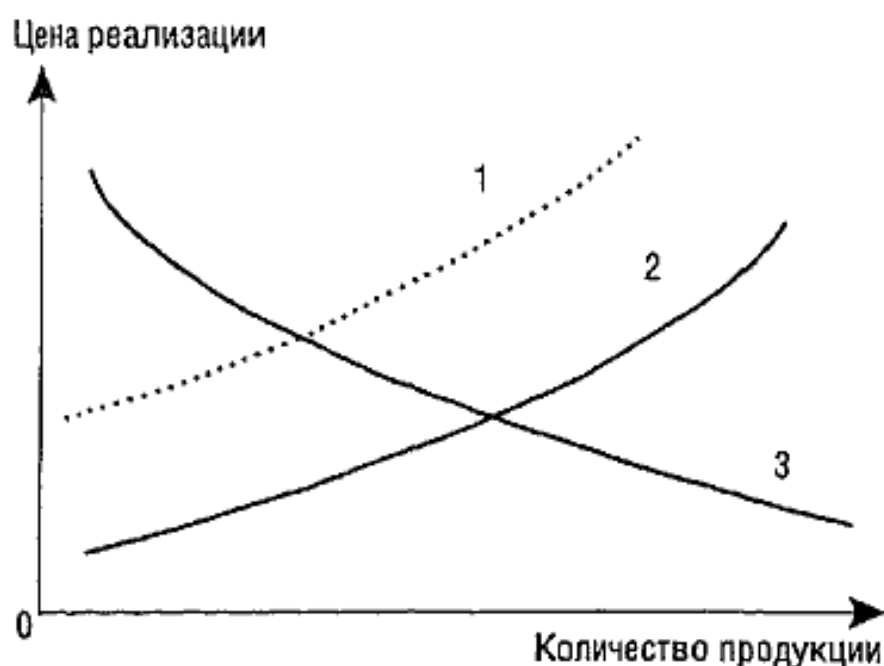


Рис. 5. Влияние размера налогов на величину спроса:  
1, 2 — предложение; 3 — спрос

#### 11.4. Управление средней ценой и политика поддержания цен продаж

Эффективным методом реализации тактических и стратегических целей предприятия, а также задач по поддержанию объема продаж товаров и рентабельности является ассортиментный или структурный сдвиг. Принятие финансового решения о целесообразности структурного сдвига в производстве и реализации может осуществляться для достижения высоких финансовых результатов, стабилизации объема продаж, ограничения выпуска неходовых изделий в изменившихся условиях товародвижения.

Использование цены для решения целевых задач сопряжено с изменением структуры и ассортимента изделий и обязательно связано с изменением средней цены номенклатуры производства. Выпуск продукции осуществляется в структуре и ассортименте, а также

в ценах, принятых в планово-прогнозных расчетах предприятия на предстоящий период. Запланированный объем реализации (продаж) даже при полном соблюдении установленной структуры производства и ассортимента изделий всегда будет отличаться от фактического объема реализации за счет ценового фактора. Таким образом, средняя цена продаж будет отклоняться от цены, предусмотренной в плане. Однако средняя цена на продукцию еще в большей степени подвержена структурному и ассортиментному сдвигам против плана-прогноза. Это обстоятельство и делает возможным при необходимости активно влиять на среднюю цену номенклатуры продукции. Управляя таким образом средней ценой, можно управлять и прибылью предприятия.

Рассмотрим, как структурный сдвиг может влиять на общее изменение цен на продукцию, прибыль предприятия и рентабельность продаж. Для выявления влияния структурного сдвига цены продажи выпускаемых товаров должны быть зафиксированы на одном уровне — фактическом, или планово-прогножном, т.е. расчеты ведутся в фиксированных, сопоставимых ценах. Предположим, что предприятие выпускает и продает велосипеды четырех модификаций. В бизнес-плане предусмотрен выпуск модели А в количестве 1000 шт. по цене 3000 руб., модели Б — 2000 шт. по цене 4000 руб., модели В — 1500 шт. по 5000 руб., модели Г — 800 шт. по цене 6000 руб. Средневзвешенная цена продажи велосипедов рассчитывается по формуле

$$C_c = \sum_{n=1}^{\infty} (C_n \times K_n) : O_k, \quad (84)$$

где  $C_c$  — средневзвешенная цена выпуска велосипедов всех моделей (руб.);  
 $C_n$  — цена  $n$ -ой модели велосипеда (руб.);  
 $K_n$  — количество выпущенных (проданных) велосипедов  $n$ -ой модели (шт.);  
 $O_k$  — общее количество выпущенных (проданных) велосипедов всех моделей.

Средняя планово-прогнозная цена велосипедов составит 4396,23 руб., общий объем выпуска (продажи) продукции равен 23,3 млн руб., а в натуральном выражении — 5300 велосипедов. На самом деле при неизменных ценах продажи предприятие фактически выпустило и продало велосипедов модели А — 500 шт., модели Б — 2000 шт., модели В — 1800 шт., модели Г — 1000 шт., т.е. те же 5300 изделий. Средневзвешенная фактическая цена составила

4622,64 руб., объем выпуска (продажи) продукции увеличился до 24,5 млн руб. За счет структурного сдвига в производстве и продаже средняя цена велосипедов увеличилась на 5,2%:  $4622,64 \text{ руб.} : 4396,23 \text{ руб.} \times 100\%$ . Объем производства и продаж возрос также на 5,2%, или на 1,2 млн руб.:  $24,5 \text{ млн руб.} - 23,3 \text{ млн руб.}$

Добавим в тот же пример данные о рентабельности продаж выпускаемой продукции, которая для модели А составляет 15%, для модели Б — 20%, для модели В — 25%, для модели Г — 30%. Следовательно, структурный сдвиг за счет уменьшения объема продаж модели А при одновременном увеличении производства и сбыта моделей В и Г происходил в сторону повышения доли более прибыльных позиций номенклатуры.

Средняя рентабельность продаж велосипедов (наряду с другими данными) представлена в табл. 7.

Таблица 7

**Фактическая цена, себестоимость, производство  
и рентабельность продаж по бизнес-плану**

Изделие (модель)	Цена, руб.	Рента- бельность, %	Себестои- мость, руб.	Коли- чество, шт.	Себестои- мость выпуска, руб.	Прибыль, руб.
А	3000	15	2608,7	1000	2 608 700	391 300
Б	4000	20	3333,3	2000	6 666 600	1 333 400
В	5000	25	4000,0	1500	6 000 000	1 500 000
Г	6000	30	4615,4	800	3 692 320	1 107 680
<b>Итого</b>		<b>22,8</b>		<b>5300</b>	<b>18 967 620</b>	<b>4 332 380</b>

Результаты фактического выпуска и продаж продукции представлены в табл. 8. Вследствие структурного сдвига средняя рентабельность продаж возросла с 22,8 до 23,8%, прибыль увеличилась на 8,8%, себестоимость на 4,3%. Напомним, что структурный сдвиг привел к увеличению выручки на 5,2%. Если бы издержки по производству и продажам возросли также на 5,2%, а не на 4,3%, то темп роста прибыли составил бы 104,9%.

Сумма прироста выручки от реализации за счет выпуска дополнительной продукции выступает как предельная выручка. Этому приросту соответствует прирост себестоимости продукции, который выступает как предельные издержки. В нашем примере предельная

выручка от реализации составит по модели В — 1 500 000 руб., по модели Г — 1 200 000 руб. Предельные издержки по этим изделиям будут соответственно равны: по модели В — 1 200 000 руб., по модели Г — 923 080 руб. Таким образом, предельные издержки по обоим моделям существенно отстают от предельной выручки.

Таблица 8

**Фактическая цена, себестоимость, производство  
и рентабельность продаж**

Изделие (модель)	Цена, руб.	Рента- бельность, %	Себестои- мость, руб.	Коли- чество, шт.	Себестои- мость выпуска, руб.	Прибыль, руб.
А	3000	15	2608,7	500	1 304 350	195 650
Б	4000	20	3333,3	2000	6 666 600	1 333 400
В	5000	25	4000,0	1800	7 200 000	1 800 000
Г	6000	30	4615,4	1000	4 615 400	1 384 600
<b>Итого</b>		<b>23,8</b>		<b>5300</b>	<b>19 786 350</b>	<b>4 713 650</b>

В результате структурного сдвига в производстве и сбыте велосипедов общая предельная выручка составляет 1,2 млн руб., а предельная себестоимость продукции или предельные издержки — 818 730 руб. Очевидно, что пока предельная выручка превышает предельные издержки, целесообразно наращивать выпуск и продажу прибыльной продукции, поскольку получаемая прибыль существенно увеличивается. При одновременном увеличении производства, выручки и себестоимости продукции может оказаться, что предельная выручка будет равна предельным издержкам, что также обеспечит прирост прибыли с каждым дополнительно произведенным и реализованным изделием. Однако это уже будет сигналом для финансового менеджера, который должен рассмотреть рост прибыли с позиций жизненного цикла товара и типа рынка, на котором работает предприятие. Превышение и систематическое опережение предельных издержек над предельной выручкой требует от финансового менеджера и руководства предприятия пересмотра ассортиментной политики, поскольку перспектива реального снижения, а затем и возможного отсутствия прибыли вполне реальна.

Требование сопоставимости цен при проведении расчетов средней взвешенной цены справедливо не только для определения влия-

ния структурных сдвигов. Сопоставимость цен должна обеспечиваться и при расчете средней сложившейся цены предприятия и выявлении ее динамики относительно первоначальной средней цены. Обычно расчеты ведутся в текущих рублях, фактически действующих реальных ценах или в ценах плана-прогноза, используемых при составлении и корректировке бизнес-плана предприятия. Может применяться и оценка в номинальном выражении, т.е. в фактических ценах соответствующих лет. Особое внимание следует обращать на учет инфляционного фактора, поскольку даже при неизменности цен на продукцию они фактически снижаются за счет инфляции. При повышении цен, например на 8%, и инфляции, учтенной рынком в ценах на продукцию в размере 5%, фактическое повышение отпускных цен составит лишь 3%.

Методы фиксирования цен предприятия относятся к наиболее сложной области управленческой деятельности. Отследить возможность повышения или необходимость понижения цен в соответствии со спросом и предложением товара на рынке относительно легко, так же как и установить цены на изделия, снятые с производства. Однако для установления долговременных (стабильных) цен требуется применение методов фиксирования сложившейся цены. Эти методы противодействуют как повышению, так и понижению цены товара на рынке. В первом случае подразумевается фиксация низких цен, во втором — удержание высоких рыночных цен. В обоих случаях ценовая политика предприятия может быть достаточно обоснована, однако при этом трудно избежать снижения объема продаж, а также возможного финансового результата деятельности. Таким образом, пережить упущенную выгоду может только предприятие, находящееся в достаточно устойчивом финансовом положении и обладающее определенной финансовой мощностью. Фиксация или удержание цен стоят немалых денег, компенсирующих потери от снижения объема продаж и прибыли, поэтому проведение такой политики есть вопрос не тактики, а стратегии управления ценами на предприятии. Таким образом, методы фиксации или удержания цен могут успешно применяться далеко не всеми предприятиями и не по всей номенклатуре выпускаемой продукции.

В условиях инфляции предприятие может использовать следующие методы фиксации низкой цены и удержания высокой продажной цены на отдельные виды продукции:



- внутреннюю компенсацию потерь от сохранения стабильных цен за счет финансовых ресурсов вышестоящей организации;
- бюджетную компенсацию потерь от поддержания стабильных цен за счет ресурсов бюджетной системы;
- внебюджетную внешнюю компенсацию потерь от стабилизации низких внутренних или экспортных цен зарубежными инвесторами;
- получение льгот по налогам, формирующим цену, и таможенным платежам;
- использование договорных отношений.

Договорный метод предусматривает одновременно и хеджирование рисков. Он находит достаточно широкое применение в рыночной практике при гарантированном обеспечении продажи и доходов в операциях купли-продажи товаров, ценных бумаг и иностранной валюты. Для второй стороны договора — покупателя интерес состоит в экономии денежных расходов против прогнозируемых цен рынка. Наиболее распространенными договорными формами фиксации цен и страхования от товарных, финансовых и валютных рисков выступают договоры в виде фьючерсных, форвардных контрактов и свопов, а также опционов различных разновидностей (андеррайтинг, варрант, свободно обращающийся опцион и пр.). Все эти контракты хеджируют риски изменения цен и курсов валют. Обычно предприятия, фирмы, компании выступают на рынке одновременно в роли покупателей и продавцов товаров, поэтому в целях оптимизации соотношения затрат и накоплений для них очень полезно осуществлять операции по хеджированию как на повышение, так и на понижение. Эти операции связаны не только с покупкой и продажей на бирже срочных контрактов или опционов, но и с заключением прямых, а иногда и долговременных контрактов без посредников.

## Глава 12. Управление текущими издержками

---

### 12.1. Классификация затрат

Отличительной особенностью субъектов рыночной экономики является их полная самостоятельность и реализация основных принципов хозяйствования — самокупаемости и самофинансирования.

В новых условиях хозяйствования возрастает значение таких функций управления, как стратегическое и текущее планирование, учет, анализ и контроль. Происходит интеграция этих функций в единую информационную систему предприятия, которая является основой для принятия как тактических, так и стратегических управленческих решений.

Для успешной деятельности предприятия необходимо создать эффективную систему управления затратами, в рамках которой информация о затратах используется для разработки стратегии развития, направленной на достижение устойчивого преимущества перед конкурентами.

Именно с этих позиций следует подходить к созданию на предприятии системы управления затратами. Информация о затратах является основой для принятия большого числа управленческих решений, например, какую продукцию производить, от выпуска какой продукции отказаться, какую установить цену, производить или покупать комплектующие изделия и т.п.

Управление себестоимостью продукции предприятия включает:

- прогнозирование и планирование затрат на производство и реализацию продукции;
- выявление резервов снижения затрат на производство продукции;
- нормирование затрат;
- учет затрат и калькулирование себестоимости продукции;
- стимулирование участников производства;
- анализ и контроль за себестоимостью.

Таким образом, управление затратами — это динамичный процесс управленческих действий, направленных на оптимизацию затрат с целью повышения эффективности работы предприятия и получения преимуществ перед конкурентами.

Одной из предпосылок создания эффективной системы планирования и контроля затрат на предприятии является четкое понимание классификации затрат и процесса формирования себестоимости продукции.

Обычно под затратами понимают денежное выражение реально потраченных ресурсов, обусловленных производственным процессом или иным видом деятельности. Это определение включает три важных положения:

- 1) затраты определяются величиной использованных ресурсов;
- 2) величина потребленных (использованных) ресурсов представлена в денежном выражении, что обеспечивает единство измерителя и позволяет суммировать различные виды ресурсов;
- 3) определение себестоимости (затрат) всегда соотносится с конкретными целями и задачами.

При этом возникает необходимость четко определить объект отнесения затрат. Например, швейная фабрика изготавливает джинсы различных моделей и размеров из различных материалов. Естественно, что в этом случае затраты на производство единицы продукции могут значительно различаться. В каждом конкретном случае объект затрат должен быть четко обозначен и правильно определен.

Объект затрат может быть определен с большой амплитудой. При одной крайности все производимые на фабрике джинсы могут рассматриваться как единый объект затрат, однако при этом нельзя выделить разницу в ресурсах для изготовления джинсов разных моделей. При другой крайности каждую отдельную пару джинсов можно считать самостоятельным объектом затрат, тогда объем расчетов и документации, связанной с учетом, может возрасти до огромных размеров. На практике большинство фабрик по производству джинсов использует в качестве объекта отнесения затрат партию джинсов одной модели, изготавливаемую из одного и того же материала.

Некоторые затраты можно прямо и непосредственно отнести на конкретный вид продукции или объект затрат. Такие затраты называют прямыми. Другие затраты нельзя прямо отнести на конкретную продукцию, их называют косвенными или косвенными. К прямым затратам, как правило, относятся материальные затраты и затраты на оплату основного производственного персонала.

К прямым материальным затратам относятся сырье и основные материалы, которые становятся частью готовой продукции, а их стоимость прямо и непосредственно переносится на конкретное изделие. Величина прямых материальных затрат рассчитывается путем умножения количества материалов, которое может быть отнесено к конкретному изделию, на цену единицы материала. Количество единиц материалов, используемых для изготовления конкретного продукта, фиксируется в требовании на отпуск со склада.

Сырье и основные материалы следует отличать от вспомогательных материалов, которые также используются в процессе произ-

водства и могут составлять физическую субстанцию производимого продукта, однако учитываются они не как прямые затраты, а как косвенные, например, клей, гвозди, фурнитура, использовавшиеся при изготовлении продукции. Так как их стоимость, как правило, составляет незначительную часть в прямых затратах на изготовление продукта, включение их в прямые затраты неоправдано и потребует значительных дополнительных затрат для более точной калькуляции себестоимости продукции. Действительно, стоимость ниток, молний, пуговиц и кнопок при пошиве пары джинсов можно считать применительно к конкретному виду изделия (модели, партии, размера), однако затраты на создание такой системы учета во много раз превысят стоимость самих вспомогательных материалов, поэтому их включают составной частью в общепроизводственные накладные расходы и учитывают не как прямые, а как косвенные затраты.

К прямым трудовым затратам относятся затраты рабочей силы, которые можно прямо отнести на определенный вид готовых изделий. Это заработная плата рабочих, занятых в производстве изделий. Затраты времени на труд производственных рабочих должны регистрироваться в карточках учета труда. Вместе с тем с производством связаны и подсобные рабочие, менеджеры и мастера, вспомогательный персонал, чей труд тоже должен включаться в состав производственных затрат. Однако эти издержки на оплату труда нельзя прямо отнести на конкретный вид продукции (изделий). Они учитываются как косвенные (непрямые) трудовые затраты и подобно вспомогательным материалам включаются в состав общепроизводственных накладных расходов.

Деление затрат на прямые и косвенные в значительной мере зависит от конкретной ситуации. Если на предприятии производится один вид изделия (продукции), то все затраты можно классифицировать как прямые.

К косвенным расходам относятся общепроизводственные накладные расходы, которые представляют собой совокупность разнообразных затрат, связанных с производством, но которые нельзя непосредственно отнести на конкретный вид готовой продукции (изделий). Эти затраты трудно проследить при изготовлении изделия. В то же время производственная себестоимость изделия, безусловно, должна включать и общепроизводственные расходы. Они связываются с продукцией с помощью метода распределения затрат (пропорционально

основной заработной плате производственных рабочих, прямым затратам и др.).

К основным группам, образующим общепроизводственные расходы, можно отнести:

- вспомогательные изделия и комплектующие детали;
- косвенные затраты на оплату труда (заработная плата работников, не занятых непосредственно в производстве одного изделия, но связанных с процессом производства в рамках предприятия в целом: мастеров, ремонтников, вспомогательных рабочих, а также оплата отпусков и сверхурочной работы);
- другие косвенные общепроизводственные расходы (затраты на содержание цеховых зданий, техническое обслуживание и текущий ремонт оборудования, страхование имущества, арендная плата, амортизация оборудования и др.).

Все затраты, которые осуществлены в отчетном периоде, включая прямые трудовые, прямые материальные и общепроизводственные, представляют собой суммарные производственные расходы. Они могут относиться как к произведенной продукции, формируя производственную себестоимость готовой продукции, так и к остаткам незавершенного производства. При поступлении готовой продукции на склад формируется ее производственная себестоимость, а незавершенное производство представляет собой сумму производственных затрат, относящуюся к изделиям, производство которых еще не закончено (схема 5).

Именно производственная себестоимость используется для расчета себестоимости единицы продукции, которая рассчитывается делением общей суммы производственных затрат на количество произведенной продукции.

В процессе деятельности предприятие кроме производственных осуществляет и непроизводственные затраты, связанные с реализацией продукции, а также с функционированием его как единого целого.

В соответствии с международными стандартами учета и практикой его организации в странах с развитой рыночной экономикой применяются три основных варианта классификации издержек:

- 1) для определения себестоимости изготовленной продукции и полученной прибыли;
- 2) для принятия управленческого решения и планирования;
- 3) для осуществления процесса контроля и регулирования.



В целях определения себестоимости продукции и полученной прибыли издержки группируются по статьям и элементам применительно к соответствующему методу учета затрат на производство и калькулирование (позаказному, попроцессному). При этом различают затраты входящие и истекшие, затраты на продукт и на период.

Входящие затраты — это средства (ресурсы), которые были приобретены, имеются в наличии и в будущем принесут доход. В балансе они регистрируются как активы. Если эти средства (ресурсы) были израсходованы для получения доходов и потеряли способность приносить доход в будущем, то они переходят в разряд истекших и отражаются на счете прибылей и убытков текущего (отчетного) периода.

Затраты на продукт представляют собой производственную себестоимость продукции, а затраты на период — административные и коммерческие расходы. Затраты на продукт связаны с физическими единицами готовой продукции и включают производственные затраты, величина которых сравнивается с выручкой от реализации для выявления финансового результата.

Остальные затраты (на реализацию продукции, общие и административно-управленческие) относятся к непроизводственным и объединяются в одну группу расходов на период. Они не включаются

в производственную себестоимость продукции, поскольку не являются стоимостью, добавленной к себестоимости какого-то конкретного продукта, не учитываются при расчете себестоимости единицы продукции и полностью списываются на уменьшение прибыли за текущий отчетный период. Они не относятся на остатки готовой продукции на складе и остатки незавершенного производства.

Затраты на период всегда относятся на месяц, квартал, год и в момент их возникновения сразу оказывают влияние на прибыль.

При классификации затрат для принятия решения целесообразно их разграничивать и изучать по следующим направлениям:

- динамика затрат по отношению к объему производства;
- затраты будущего периода, принимаемые и не принимаемые в расчет при оценках;
- безвозвратные затраты или затраты истекшего периода;
- вмененные затраты в результате принятого альтернативного решения;
- инкрементные (приростные, дополнительные) и маргинальные (предельные) затраты.

Деление затрат на принимаемые и не принимаемые в расчет необходимо при выработке определенного решения. Предполагаемые затраты и доходы, которые зависят от принимаемого решения и подвержены его влиянию, относятся к принимаемым в расчет. Однако в определенной хозяйственной ситуации не все затраты и доходы должны приниматься во внимание при выработке решения. В целях быстрого получения информации, необходимой для выделения принимаемых в расчет затрат, на предприятии должна быть создана эффективная система сбора данных о затратах на производство и реализацию продукции.

К категории безвозвратных затрат относятся расходы на приобретенные материалы и другие ресурсы, потребность в которых отпала. Величина таких затрат не может быть изменена никаким решением в будущем, поэтому они не учитываются при принятии решения.

Особую категорию представляют вмененные затраты, характеризующие возможность, которая потеряна или которой жертвуют, когда выбор какого-то альтернативного курса действий требует отказа от другого. Вмененные затраты условно начисляют или добавляют при принятии определенного решения только в условиях ограниченности ресурсов.

Инкрементные (приростные, дополнительные) затраты появляются в результате принятого решения о дополнительном изготовлении или продаже какой-либо продукции. Такими дополнительными затратами (сверх обычных, текущих) могут быть как переменные, так и постоянные расходы. Их прирост есть результат увеличения объема производства определенного вида продукции. Дополнительные затраты и доходы, рассматриваемые в расчете на единицу продукции, принято называть маргинальными (предельными) расходами.

Классификация затрат для осуществления контроля и регулирования предполагает их разграничение на регулируемые и нерегулируемые и исследование их динамики.

Для осуществления контроля за издержками необходимо установить взаимосвязь между затратами и доходами и действиями конкретных лиц, ответственных за расходование средств. Организация такого контроля предполагает учет затрат по центрам ответственности, которыми могут быть производственная бригада или участок, цех, подразделение и т.п. По каждому центру ответственности составляется смета затрат, закрепляются определенные статьи и элементы затрат, которые зависят от его деятельности и за эффективность расходования которых руководитель центра несет ответственность. Такие затраты принято называть регулируемыми. Другие затраты, включаемые в смету центра ответственности и не зависящие от его деятельности, относятся к нерегулируемым.

### 12.2. Определение оптимальной величины себестоимости продукции с использованием методов операционного анализа

Планирование, контроль и регулирование затрат непосредственно связаны с изменением объема производства, делением издержек на переменные, постоянные, полупеременные и полупостоянные. Издержки неодинаково зависят от изменения объема производства. Без понимания этой зависимости невозможно создать на предприятии эффективную систему управления затратами.

Обычно затраты разделяют на постоянные и переменные. Однако существуют определенные виды затрат, обладающие свойствами как переменных, так и постоянных.



Переменные затраты зависят от изменения объема производства: при росте выпуска продукции растет сумма переменных затрат и наоборот.

Рост переменных затрат при увеличении объема производства может быть прямо пропорциональным (линейным), более быстрым, чем рост объема производства, и менее быстрым, чем этот рост.

Если в общей сумме переменные затраты зависят от объема производства, то рассчитанные на единицу продукции они остаются постоянными.

Постоянные затраты в сумме не меняются при изменении уровня деловой активности предприятия, однако рассчитанные на единицу продукции они меняются при изменении объемов производства. К постоянным затратам относятся расходы на аренду, сумма амортизационных отчислений, расходы по налогу на имущество и др. Особое значение имеют полупостоянные затраты. До определенного объема выпуска продукции их сумма остается неизменной, а при достижении этого объема сумма затрат повышается. Например, для увеличения количества выпускаемой продукции на участке необходимо задействовать еще одного мастера, оклад мастера скачкообразно увеличит сумму постоянных затрат.

Итак, постоянные затраты отличаются от переменных. Однако постоянные затраты остаются неизменными лишь внутри релевантного уровня объема производства, в границах которого можно с определенной уверенностью судить о деловой активности предприятия. В очень длительном периоде все затраты имеют тенденцию к колебаниям. Существенное изменение производственных мощностей, оборудования, трудовых ресурсов и других производственных факторов приводит к увеличению или уменьшению постоянных затрат. Таким образом, затраты являются постоянными только внутри ограниченного периода времени. Для целей оперативного планирования и управления используют годовой отрезок времени. Предполагается, что внутри этого периода постоянные затраты остаются неизменными.

Некоторые затраты нельзя классифицировать ни как переменные, ни как постоянные. Полупеременные затраты имеют переменные и постоянные компоненты. Часть этих затрат меняется при изменении объема производства, а часть остается фиксированной в течение определенного периода времени. Примерами таких полупеременных затрат являются расходы на оплату телефонных услуг. Часть этих расходов составляет фиксированную сумму абонентской платы, другая часть — оплата за междугородные и международные разговоры,

является переменной. Такие расходы анализируются не как единое целое, отдельные составляющие их компоненты учитываются в группе постоянных и переменных затрат.

Соотношение между затратами и объемом производства представлено на рис. 6.

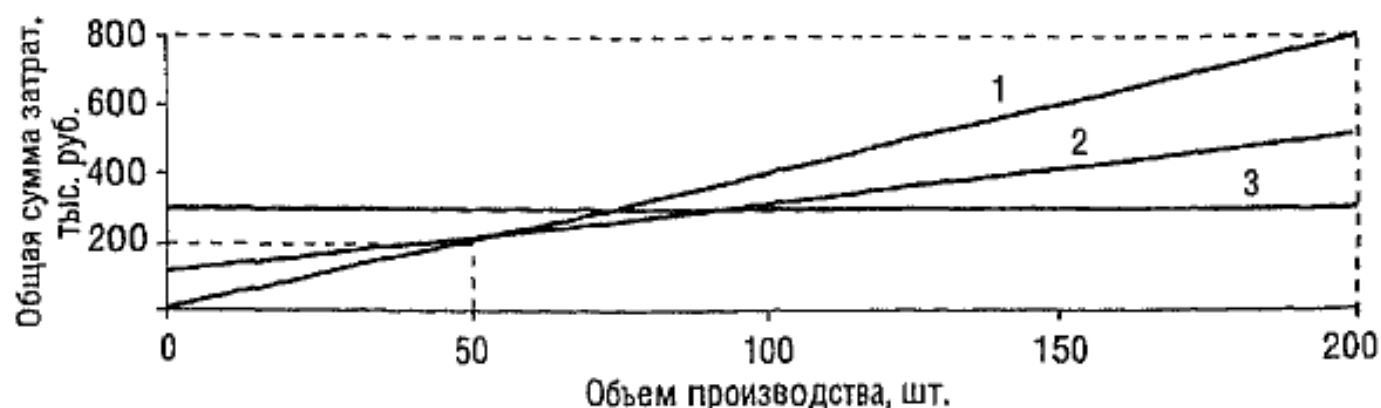


Рис. 6. Зависимость затрат от объема производства:  
1 — переменные затраты; 2 — полупеременные затраты;  
3 — постоянные затраты

Поскольку график каждой зависимости представляет собой прямую линию, то функция может быть описана уравнением

$$y = ax + b, \quad (85)$$

где  $y$  — общая сумма затрат при объеме производства  $x$ ;  
 $a$  — коэффициент изменения затрат относительно объема производства;  
 $b$  — составляющая постоянных затрат.

Уравнение (85) можно представить в другом виде:

$$Z = ПЗ + ( П_p Z_{ед} \times X), \quad (86)$$

где  $Z$  — общая сумма затрат;  
 $ПЗ$  — постоянные затраты;  
 $П_p Z_{ед}$  — переменные затраты на единицу продукции;  
 $X$  — объем производства.

Уравнения трех прямых, представленных на рис. 6, имеют следующий вид:

- 1) для переменных затрат:  $Z = 4X$ ;
- 2) для полупеременных затрат:  $Z = 100\ 000 \text{ руб.} + 2X$ ;
- 3) для постоянных затрат:  $Z = 300\ 000 \text{ руб.}$

Построим зависимость затрат от объема на основе следующих данных:

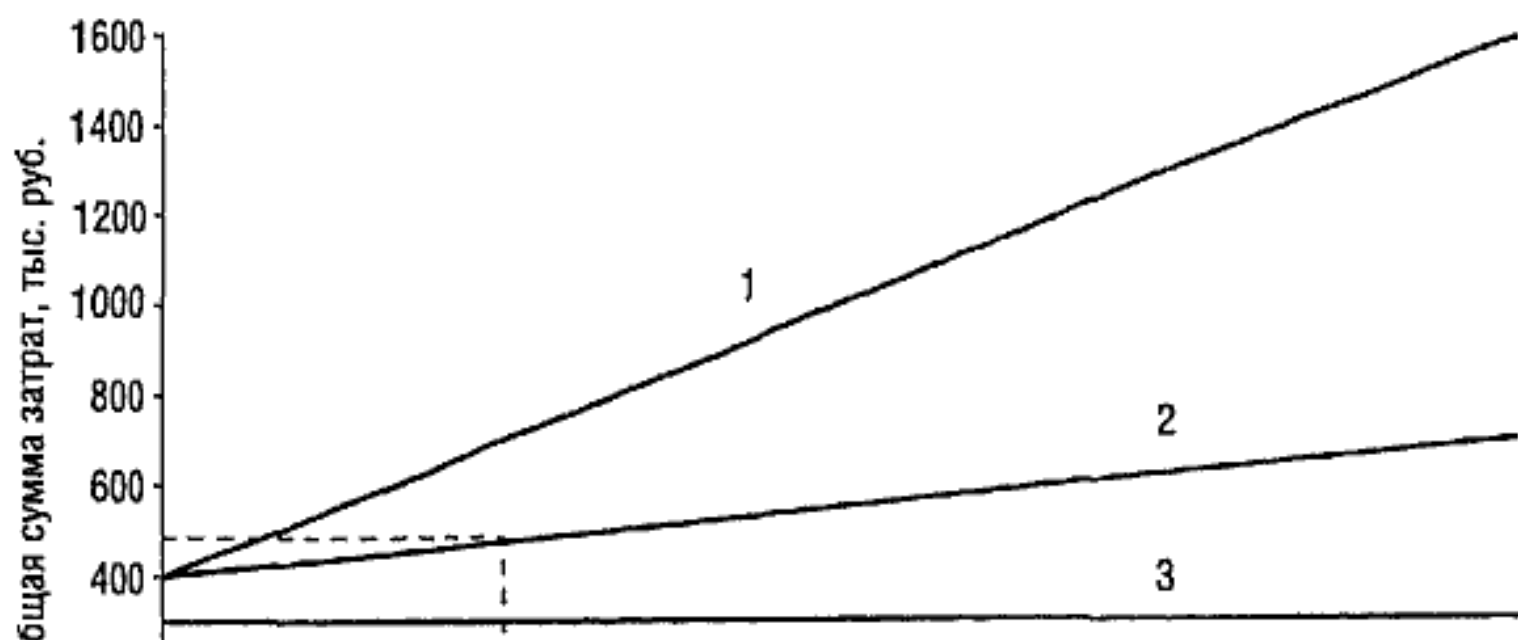
- постоянные затраты в текущем периоде составляют 300 000 руб.;
- переменные затраты составляют 4 000 руб. на единицу продукции;
- полупеременные затраты имеют постоянную составляющую 100 000 руб. за тот же период и переменную составляющую 2 000 руб. на единицу продукции.

Поскольку полупеременные затраты могут быть разделены на постоянную и переменную компоненты, то постоянная компонента — сумма постоянных затрат за период, а переменная компонента — сумма переменных затрат на единицу продукции. Таким образом, постоянная компонента равна 400 000 руб. (300 000 руб. + 100 000 руб.), а переменная составляет 6000 руб. на единицу продукции (4000 руб. + 2000 руб.). Уравнение (86) имеет вид:

$$\begin{aligned} \text{при } X = 200 \text{ шт. затраты составят: } Z &= 400\,000 \text{ руб.} + 6000 \text{ руб.} \times X; \\ 400\,000 \text{ руб.} + 6000 \text{ руб.} \times 200 \text{ шт.} &= 400\,000 \text{ руб.} + 1\,200\,000 \text{ руб.} = \\ &= 1\,600\,000 \text{ руб.} \end{aligned}$$

Заметим, что здесь полупеременных затрат как самостоятельной компоненты уже нет, из них выведены переменная и постоянная составляющие и прибавлены к переменным и постоянным затратам.

Соотношение общей суммы затрат и объема производства представлено на рис. 7.



Если объем производства выразить количеством проданных единиц продукции  $X$ , а цену реализации единицы обозначить  $ЦР_{ед}$ , то общая сумма выручки  $V$  будет равна:

$$V = ЦР_{ед} \times X. \quad (87)$$

При цене реализации единицы продукции в размере 9000 руб. выручка от реализации 200 изделий составит 1800 тыс. руб. Взаимосвязь затрат, объема и прибыли представлена на рис. 8.



Рис. 8. Зависимость затрат, объема производства и прибыли:  
 1 — постоянные расходы; 2 — полная себестоимость;  
 3 — выручка от реализации продукции

В теории и практике отечественного учета группировке затрат на переменные и постоянные не уделялось должного внимания. В странах с развитой рыночной экономикой это деление положено в основу современных систем управления затратами.

Современные системы управления базируются на анализе зависимости между изменениями объема производства, выручки от реализации продукции, затрат и чистой прибыли. Такой анализ получил название операционного (от сокращения его английского наименования — *CVP*). Операционный анализ — основной инструмент оперативного финансового планирования на предприятии, который позволяет отслеживать зависимость финансовых результатов деятельности от затрат, объема производства и цены.

Ключевыми элементами операционного анализа являются:

- порог рентабельности;
- операционный рычаг;
- запас финансовой прочности.

*СVP*-анализ позволяет определить выручку, при которой предприятие не имеет ни убытков, ни прибыли. Такой объем выручки называют критической точкой. Для ее нахождения можно использовать три метода: графический, расчетный и маржинальной прибыли.

На рис. 8 точка, в которой линия выручки от реализации пересекает линию совокупных затрат, является критической (К), в которой суммарный объем выручки равен суммарным затратам (точка равновесия). Точка равновесия не имеет большого практического значения, так как основное внимание обращено на зону получения прибыли. Область ниже критической точки — это область убытков. Область выше точки К — область прибыли. Таким образом, критическая точка — это точка, с которой предприятие начинает зарабатывать прибыль. Критическую точку называют также точкой безубыточности или порогом рентабельности.

Математически точка равновесия определяется как равенство формул (86) и (87):

$$\text{ЦР}_{\text{ед}} \times X = \text{ПЗ} + (\text{П}_p \text{З}_{\text{ед}} \times X). \quad (88)$$

Исходя из этого уравнения точку равновесия можно найти путем деления суммы постоянных затрат на разность между ценой и переменными затратами на единицу продукции.

Другой способ определения критической точки основан на концепции маржинальной прибыли.

Маржинальная прибыль — это превышение выручки от реализации над всеми переменными затратами.

Если из маржинальной прибыли вычесть постоянные затраты, то получим величину операционной прибыли.

Критическая точка может быть определена как точка, в которой разница между маржинальной прибылью и постоянными затратами равна нулю, т.е. маржинальная прибыль равна постоянным затратам.

Точка равновесия в единицах продукции при маргинальном подходе может быть определена как отношение постоянных затрат к маржинальной прибыли на единицу продукции.

Анализ критической точки с поправкой на фактор прибыли может быть использован как основа для оценки прибыльности предприятия. В этом случае выручка от реализации равна сумме переменных и постоянных затрат вместе с прибылью.

Таким образом, целевой объем продаж, который обеспечивал бы получение целевой величины прибыли, можно рассчитать как отно-

шение суммы постоянных затрат и прибыли к разнице между ценой и переменными затратами на единицу продукции. Эта разница между ценой и переменными затратами, отнесенная к единице продукции, и составляет маржинальную прибыль на единицу продукции.

Рассмотрим пример использования критической точки при планировании прибыли.

Предприятие планирует получить прибыль в следующем году в сумме 200 тыс. руб. Переменные затраты составляют 1000 руб. на единицу продукции, постоянные затраты — 400 тыс. руб. в год, цена продажи — 1800 руб. за единицу. Каков должен быть объем реализации продукции, чтобы получить заданный объем прибыли? Используя формулу (88), получим:

$$1800 \text{ руб.} \times X = 1000 \text{ руб.} \times X + 400\,000 \text{ руб.} + 200\,000 \text{ руб.};$$

$$X = 750.$$

Следовательно, чтобы получить прибыль в размере 200 тыс. руб., объем реализации должен быть равен 750 единицам.

Для проведения анализа зависимости затрат, объема и прибыли делают определенные допущения:

- поведение переменных и постоянных затрат может быть точно определено;
- затраты и доходы имеют прямую тесную связь;
- в пределах релевантного уровня рентабельность и производительность производства не меняются;
- затраты, цены и структура продукции в течение планируемого периода не меняются;
- объем производства приблизительно равен объему реализации.

Действие операционного рычага состоит в том, что любое изменение выручки от реализации продукции всегда порождает более сильное изменение прибыли. Степень чувствительности прибыли к изменению выручки от реализации — сила операционного рычага зависит от соотношения постоянных и переменных затрат в общих затратах предприятия. Чем выше удельный вес постоянных затрат в общем объеме затрат на производство и реализацию продукции, тем больше сила операционного рычага. Это означает, что большей силой операционного рычага обладают предприятия, использующие дорогостоящее оборудование и имеющие высокую долю внеоборотных активов в балансе. И наоборот, самый низкий уровень операционного рычага наблюдается у тех предприятий, где высок удельный вес переменных

затрат. На предприятиях с большой силой операционного рычага прибыль очень чувствительна к изменениям выручки от реализации. Даже незначительное снижение выручки может привести к значительному снижению прибыли. Действие операционного рычага порождает особые типы риска: производственный риск, риск излишних постоянных затрат в условиях ухудшения конъюнктуры, так как постоянные затраты будут мешать переориентации производства, не давая возможности быстро диверсифицировать активы или сменить рыночную нишу. Таким образом, производственный риск является функцией структуры издержек производства.

При благоприятной конъюнктуре предприятие с большой силой операционного рычага (высокой фондоемкостью) будет иметь дополнительный финансовый выигрыш. Очевидно, что наращивать фондоемкость производства следует с большой осторожностью, когда есть уверенность, что объемы реализации продукции будут расти.

Рассмотрим пример действия операционного рычага.

Выручка предприятия в отчетном году составила 11 000 тыс. руб. при переменных затратах 9 300 тыс. руб. и постоянных затратах 1 500 тыс. руб. Что произойдет с прибылью при увеличении объема реализации продукции в плановом году до 12 000 тыс. руб.?

Традиционный расчет прибыли приведен в табл. 9.

Таблица 9

## Расчет прибыли

Показатели	Текущий год, тыс. руб.	Плановый год, тыс. руб.	Изменение, %
Выручка от реализации	11 000	12 000	+9,1
Переменные затраты	9 300	10 146,3 (9 300 + 846,3)	+9,1
Постоянные затраты	1 500	1 500	Остаются неизменными
Прибыль	200	353,7 [12 000 – (10 146,3 + 1 500)]	+76,8

Эффект действия операционного рычага состоит в том, что выручка от реализации увеличилась на 9,1%, а прибыль — на 76,8%.

В практических расчетах для определения силы воздействия операционного рычага применяют отношение валовой маржи к прибыли.

Сила операционного рычага показывает, на сколько процентов изменится прибыль при изменении выручки на один процент. По данным нашего примера сила операционного рычага составляет:  $(11\ 000 \text{ руб.} - 9300 \text{ руб.}) : 200 \text{ руб.} = 8,5$ . Это означает, что при росте выручки на 9,1% прибыль возрастет на 77,3% ( $9,1\% \times 8,5$ ). При снижении выручки от реализации на 10% прибыль снизится на 85% ( $10\% \times 8,5$ ).

Таким образом, задавая тот или иной темп прироста объема реализации, можно определить, в каких размерах возрастет сумма прибыли при сложившейся на предприятии силе операционного рычага. Различия в достигаемом эффекте на предприятиях будут определяться различиями в соотношении постоянных и переменных затрат.

Понимание механизма действия операционного рычага позволяет целенаправленно управлять соотношением постоянных и переменных затрат в целях повышения эффективности текущей деятельности предприятия. Это управление сводится к изменению значения силы операционного рычага при различных тенденциях конъюнктуры товарного рынка и стадиях жизненного цикла предприятия.

При неблагоприятной конъюнктуре товарного рынка, а также на ранних стадиях жизненного цикла предприятия его политика должна быть нацелена на снижение силы операционного рычага за счет экономии постоянных затрат. При благоприятной конъюнктуре рынка и при наличии определенного запаса прочности экономия постоянных затрат может быть существенно ослаблена. В такие периоды предприятие может расширить объем реальных инвестиций, проводя модернизацию основных производственных фондов. Поскольку постоянные затраты в меньшей степени поддаются быстрому изменению, предприятия, имеющие большую силу операционного рычага, теряют гибкость в управлении своими затратами.

Основной принцип управления переменными затратами заключается в их постоянной экономии.

Запас финансовой прочности — это уровень безопасности предприятия. Расчет этого показателя позволяет оценить возможность дополнительного снижения выручки от реализации продукции в границах точки безубыточности. Запас финансовой прочности — это разница между выручкой от реализации и порогом рентабельности. Запас финансовой прочности измеряется либо в денежном выражении, либо в процентах к выручке от реализации продукции.



По данным предыдущего примера порог рентабельности равен 9709 тыс. руб. [1500 руб. : (1700 руб. : 11 000 руб.)].

Запас финансовой прочности составляет 1291 тыс. руб. (11 000 руб. — 9709 руб.), или 12%.

### 12.3. Оценка взаимодействия финансового и операционного рычагов

Сила операционного рычага зависит от доли постоянных затрат в общей их сумме и предопределяет степень гибкости предприятия, обуславливая появление предпринимательского риска.

Увеличение постоянных затрат за счет возрастания процентов по кредиту в структуре капитала способствует наращиванию эффекта финансового рычага.

Одновременно операционный рычаг генерирует более сильный рост прибыли по сравнению с ростом объема реализации продукции (выручки), повышая величину прибыли на одну акцию и способствуя усилению действия силы финансового рычага. Таким образом, финансовый и операционный рычаги тесно связаны между собой, взаимно усиливая друг друга.

Совокупное действие операционного и финансового рычагов выражается в сопряженном эффекте действия обоих рычагов при их взаимном умножении.

Уровень сопряженного эффекта действия обоих рычагов свидетельствует об уровне совокупного риска предприятия и показывает, на сколько процентов изменится прибыль на одну акцию при изменении выручки от реализации на 1%.

Сочетание этих мощных рычагов может оказаться губительным для предприятия, так как предпринимательский и финансовый риски взаимно умножаются, мультиплицируя неблагоприятные эффекты. Взаимодействие операционного и финансового рычагов усугубляет негативное воздействие сокращающейся выручки на величину чистой прибыли.

Задача снижения совокупного риска предприятия сводится к выбору одного из трех вариантов:

1) сочетание высокого уровня эффекта финансового рычага со слабой силой воздействия операционного рычага;

2) сочетание низкого уровня эффекта финансового рычага с сильным операционным рычагом;

3) сочетание умеренных уровней эффектов финансового и операционного рычагов.

В самом общем виде критерием выбора того или иного варианта служит максимально возможная курсовая стоимость акции предприятия при минимальном риске, что достигается за счет компромисса между риском и доходностью.

Уровень сопряженного эффекта действия операционного и финансового рычагов позволяет делать плановые расчеты величины прибыли на одну акцию в зависимости от планируемого объема реализации (выручки), обеспечивая возможность реализации дивидендной политики предприятия.

## Глава 13. Управление оборотными активами

---

### 13.1. Принципы управления оборотными активами

Активы предприятия делятся на основные (фиксированные, постоянные — землю, здания, сооружения, оборудование, нематериальные активы, другие основные средства и вложения) и оборотные (текущие, т.е. все остальные активы баланса). Основные активы трудно реализуемы, поскольку требуется значительное время и даже дополнительные затраты для их реализации в случае необходимости.

Оборотные активы в зависимости от способности превращаться в деньги делятся на медленно реализуемые (запасы готовой продукции, сырья и материалов), быстро реализуемые (дебиторскую задолженность, средства на депозитах) и наиболее ликвидные (денежные средства и краткосрочные ценные бумаги).

Часто используемое понятие «оборотные средства» означает обычно денежную стоимость оборотных активов. Сами же оборотные активы при своей классификации обладают натуральной формой выражения.

Виды оборотных активов в зависимости от их физической природы классифицируются следующим образом:

1) запасы сырья, материалов и полуфабрикатов характеризуют объем входящих материальных потоков, обеспечивающих производственную деятельность предприятия;

2) запасы готовой продукции представляют текущий объем выходящих материальных потоков произведенной продукции, предназначенной для реализации;

3) дебиторская задолженность представляет сумму задолженности в пользу предприятия, оформленную как финансовые обязательства юридических и физических лиц по расчетам за товары, работы, услуги, авансы и т.п.;

4) денежные активы включают остатки денежных средств в национальной и иностранной валюте, а также сумму краткосрочных финансовых вложений, которые рассматриваются как форма инвестиционного использования временно свободного остатка денежных активов;

5) прочие виды оборотных активов включают оборотные активы, не перечисленные ранее, если они отражены в общей их сумме (расходы будущих периодов и т.п.).

Политика управления оборотными активами представляет собой часть общей финансовой стратегии предприятия, заключающейся в формировании необходимого объема и состава оборотных активов, рационализации и оптимизации структуры источников их финансирования.

Политика управления оборотными активами предприятия разрабатывается по следующим основным этапам.

**1. Анализ оборотных активов предприятия в предшествующем периоде.**

На первом этапе анализа рассматриваются динамика общего объема оборотных активов, используемых предприятием, — темпы изменения средней их суммы в сопоставлении с темпами изменения объема и реализации продукции и средней суммы всех активов, динамика удельного веса оборотных активов в общей сумме активов предприятия.

На втором этапе анализа рассматривается динамика состава оборотных активов предприятия в разрезе основных их видов: запасов сырья, материалов и полуфабрикатов; запасов готовой продукции; дебиторской задолженности; остатков денежных активов; рассматриваются и изучаются темпы изменения суммы каждого вида оборотных активов в сопоставлении с темпами изменения объема производства и реализации продукции; рассматривается динамика удельного веса основных видов оборотных активов в общей их сумме. Анализ состава оборотных активов предприятия по отдельным их видам позволяет оценить уровень их ликвидности.

На третьем этапе анализа изучается оборачиваемость отдельных видов оборотных активов и общей их суммы с использованием показателей — коэффициента оборачиваемости и периода оборота оборотных активов; устанавливается общая продолжительность и структура операционного, производственного и финансового циклов предприятия; исследуются основные факторы, определяющие продолжительность этих циклов.

На четвертом этапе анализа определяется рентабельность оборотных активов, исследуются определяющие ее факторы. В процессе анализа используются коэффициент рентабельности оборотных активов, а также модель Дюпона, которая для этого вида активов имеет вид:

$$P_{oa} = P_{rp} \times O_{oa}, \quad (89)$$

где  $P_{oa}$  — рентабельность оборотных активов;  
 $P_{rp}$  — рентабельность реализации продукции;  
 $O_{oa}$  — оборачиваемость оборотных активов.

На пятом этапе анализа рассматриваются состав основных источников финансирования оборотных активов, динамика их суммы и удельного веса в общем объеме финансовых средств, инвестированных в эти активы; определяется уровень финансового риска, обусловленный структурой источников финансирования оборотных активов.

Результаты анализа позволяют определить общий уровень эффективности управления оборотными активами на предприятии и выявить основные направления его совершенствования в предстоящем периоде.

**2. Определение принципиальных подходов к формированию оборотных активов предприятия.**

Эти принципы отражают общую идеологию финансового управления предприятием с позиций приемлемого соотношения уровня доходности и риска финансовой деятельности, содействуют выбору политики их формирования.

Теория финансового менеджмента рассматривает три принципиальных подхода к формированию оборотных активов предприятия: консервативный, умеренный и агрессивный.

Консервативный подход предусматривает не только полное удовлетворение текущей потребности во всех видах оборотных активов для реализации хозяйственной деятельности, но и создание увели-

ченных резервов в случае сложностей с обеспечением сырьем и материалами, ухудшения внутренних условий производства, задержки инкассации дебиторской задолженности, активизации спроса покупателей и т.п. Такой подход гарантирует минимизацию операционных и финансовых рисков, но отрицательно сказывается на эффективности использования оборотных активов — оборачиваемости и уровне рентабельности.

Умеренный подход направлен на обеспечение полного удовлетворения текущей потребности во всех видах оборотных активов, создание нормальных страховых резервов в случае типичных сбоев в деятельности предприятия. При таком подходе достигается среднее для реальных хозяйственных условий соотношение между уровнями риска и эффективности использования финансовых ресурсов.

Агрессивный подход заключается в минимизации всех форм страховых резервов по отдельным видам оборотных активов. При отсутствии сбоев в ходе операционной деятельности такой подход к формированию оборотных активов обеспечивает наиболее высокий уровень эффективности их использования, однако любые сбои, вызванные действием внутренних или внешних факторов, приводят к существенным финансовым потерям из-за сокращения объема производства и реализации продукции.

Избранные принципиальные подходы к формированию оборотных активов предприятия отражают различные соотношения уровня эффективности их использования и риска и определяют сумму и уровень этих активов по отношению к объему операционной деятельности.

Как видно на рис. 9, при альтернативных подходах к формированию оборотных активов предприятия их сумма и уровень варьируют по отношению к объему операционной деятельности в широком диапазоне.

### 3. Оптимизация объема оборотных активов.

Такая оптимизация должна исходить из принятого типа политики формирования оборотных активов, обеспечивая заданный уровень соотношения эффективности их использования и риска. Процесс оптимизации объема оборотных активов состоит из трех основных этапов.

На первом этапе с учетом результатов анализа оборотных активов в предшествующем периоде определяется система мероприятий по сокращению продолжительности операционного, производствен-

ного и финансового циклов предприятия. Сокращение продолжительности отдельных циклов не должно приводить к снижению объемов производства и реализации продукции.

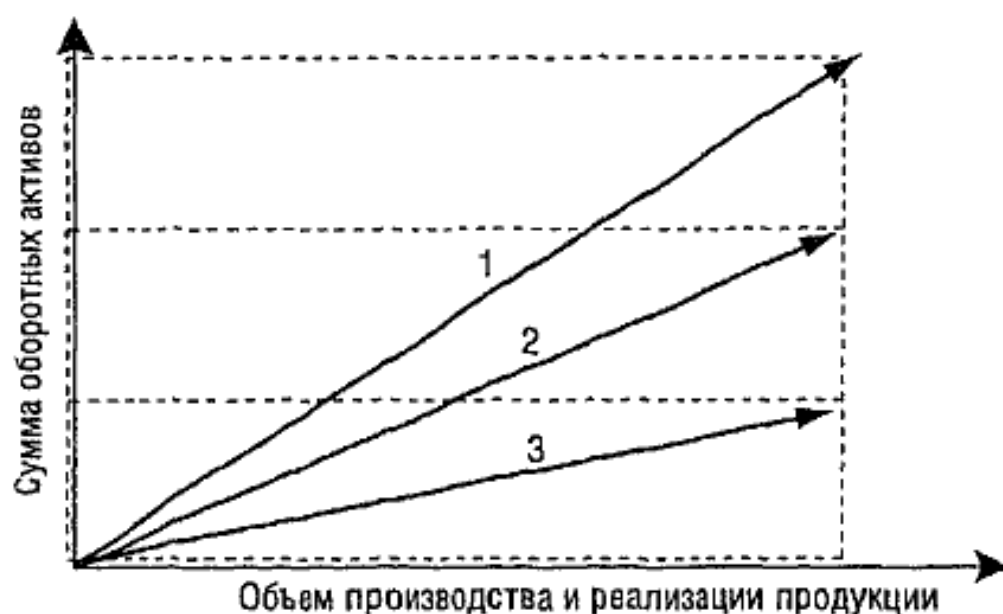


Рис. 9. Зависимость суммы оборотных активов от альтернативных подходов формирования: 1 — при консервативном подходе; 2 — при умеренном подходе; 3 — при агрессивном подходе

На втором этапе оптимизируются объем и уровень отдельных видов этих активов путем нормирования периода их оборота и суммы.

На третьем этапе определяется общий объем оборотных активов предприятия на предстоящий период:

$$OA_n = 3C_n + 3Г_n + ДЗ_n + ДА_n + П_n, \quad (90)$$

- где  $OA_n$  — общий объем оборотных активов на конец предстоящего периода;  
 $3C_n$  — сумма запасов сырья и материалов на конец предстоящего периода;  
 $3Г_n$  — сумма запасов готовой продукции на конец предстоящего периода с учетом пересчитанного объема незавершенного производства;  
 $ДЗ_n$  — сумма дебиторской задолженности на конец предстоящего периода;  
 $ДА_n$  — сумма денежных активов на конец предстоящего периода;  
 $П_n$  — сумма прочих видов оборотных активов на конец предстоящего периода.

**4. Оптимизация соотношения постоянной и переменной частей оборотных активов.**

Потребность в отдельных видах оборотных активов и их сумма в целом существенно меняются в зависимости от сезонных особенностей операционной деятельности. Например, на предприятиях агро-

промышленного комплекса закупки сырья осуществляются лишь в течение определенных сезонов, что обуславливает повышенный размер оборотных активов в этот период. На предприятиях переработки сырья в течение определенного сезона и последующей равномерной реализации продукции отмечается повышенный размер оборотных активов в форме запасов готовой продукции. Колебания в размерах оборотных активов могут вызываться и сезонными особенностями спроса на продукцию предприятия. В связи с этим при управлении оборотными активами следует определять их сезонную или иную циклическую составляющую, которая представляет собой разницу между максимальной и минимальной потребностями на протяжении года.

Процесс оптимизации соотношения постоянной и переменной частей оборотных активов осуществляется в несколько этапов.

На первом этапе по результатам анализа ежемесячной динамики уровня оборотных активов в днях оборота (или за ряд предшествующих лет) строится график средней сезонной волны на протяжении года (рис. 10).

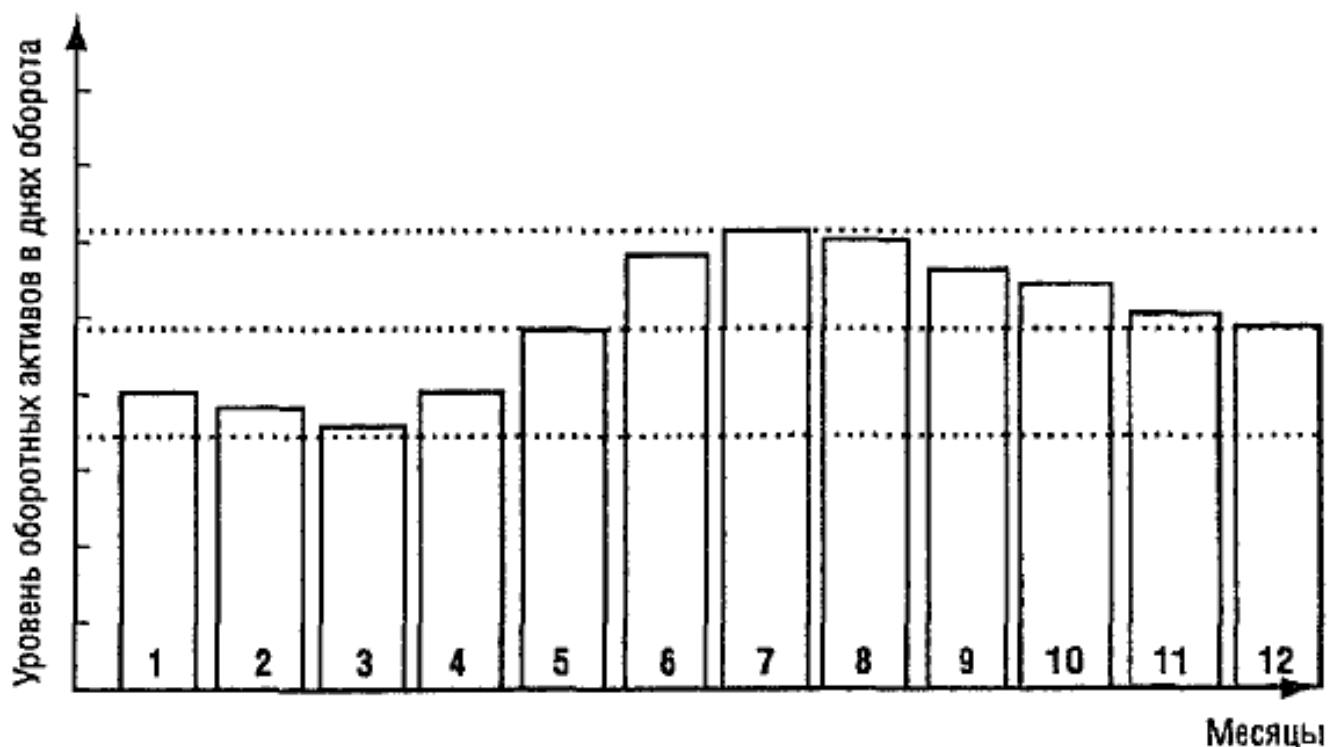


Рис. 10. Динамика сезонной волны уровня оборотных активов

На втором этапе по результатам графика сезонной волны рассчитываются коэффициенты неравномерности (минимального и максимального уровней) оборотных активов по отношению к среднему их уровню.

На третьем этапе определяется сумма постоянной части оборотных активов:

$$OA_{\text{пост}} = OA_{\text{п}} \times K_{\text{мин}}, \quad (91)$$

где  $OA_{\text{пост}}$  — сумма постоянной части оборотных активов в предстоящем периоде;

$OA_{\text{п}}$  — средняя сумма оборотных активов в предстоящем периоде;

$K_{\text{мин}}$  — коэффициент минимального уровня оборотных активов.

На четвертом этапе определяются максимальная и средняя сумма переменной части оборотных активов в предстоящем периоде:

$$OA_{\text{п макс}} = OA_{\text{п}} \times (K_{\text{макс}} - K_{\text{мин}}); \quad (92)$$

$$OA_{\text{п сред}} = [OA_{\text{п}} \times (K_{\text{макс}} - K_{\text{мин}})] : 2 = (OA_{\text{п макс}} - OA_{\text{пост}}) : 2, \quad (93)$$

где  $OA_{\text{п макс}}$  — максимальная сумма переменной части оборотных активов в предстоящем периоде;

$OA_{\text{п сред}}$  — средняя сумма переменной части оборотных активов в предстоящем периоде;

$OA_{\text{пост}}$  — сумма постоянной части оборотных активов в предстоящем периоде;

$K_{\text{макс}}$  — коэффициент максимального уровня оборотных активов;

$K_{\text{мин}}$  — коэффициент минимального уровня оборотных активов.

Соотношение постоянной и переменной частей оборотных активов является основой управления их оборачиваемостью и выбора конкретных источников финансирования.

#### 5. Обеспечение необходимой ликвидности оборотных активов.

Поскольку все виды оборотных активов являются ликвидными (кроме расходов будущих периодов и безнадежной дебиторской задолженности), общий уровень их срочной ликвидности должен обеспечивать необходимый уровень платежеспособности предприятия по текущим финансовым обязательствам. В этих целях с учетом объема и графика предстоящего платежного оборота должна быть определена доля оборотных активов в форме денежных средств, высоко- и среднеликвидных активов.

#### 6. Повышение рентабельности оборотных активов.

Оборотные активы должны обеспечивать определенную прибыль при их использовании в деятельности предприятия. Отдельные виды оборотных активов предназначены для того, чтобы приносить предприятию прямой доход в форме процентов и дивидендов (краткосрочные финансовые вложения). Составной частью разрабатываемой политики является обязательное использование временно свободного



остатка денежных активов для формирования портфеля краткосрочных финансовых вложений.

**7. Обеспечение минимизации потерь оборотных активов в процессе их использования.**

Все виды оборотных активов подвержены риску потерь. Денежные активы в значительной мере подвержены риску инфляционных потерь: краткосрочные финансовые вложения — риску потерь части дохода в связи с неблагоприятной конъюнктурой финансового рынка, а также риску потерь от инфляции; дебиторская задолженность — риску невозврата или несвоевременного возврата, а также риску потерь от инфляции; запасы товарно-материальных ценностей — риску потерь от естественной убыли и т.п. Поэтому политика управления оборотными активами должна быть направлена на минимизацию риска их потерь, особенно в условиях действия инфляционных факторов.

**8. Формирование принципов финансирования отдельных видов оборотных активов.**

Исходя из общих принципов финансирования активов, определяющих формирование структуры и стоимости капитала, следует конкретизировать принципы финансирования отдельных видов и составных частей оборотных активов. В зависимости от финансового менталитета менеджеров сформированные принципы могут определять широкий диапазон подходов к финансированию оборотных активов — от крайне консервативного до крайне агрессивного.

**9. Формирование оптимальной структуры источников финансирования оборотных активов.**

В соответствии с избранными принципами финансирования оборотных активов формируются подходы к выбору конкретной структуры источников финансирования их прироста с учетом продолжительности отдельных стадий финансового цикла и оценки стоимости привлечения капитала.

Политика управления оборотными активами находит отражение в системе разработанных на предприятии финансовых нормативов. Основными нормативами являются:

- норматив собственных оборотных активов предприятия;
- система нормативов оборачиваемости основных видов оборотных активов и продолжительности операционного цикла в целом;
- система коэффициентов ликвидности оборотных активов;

- нормативное соотношение отдельных источников финансирования оборотных активов.

Цели и характер использования отдельных видов оборотных активов имеют существенные отличия, поэтому на предприятиях с большим объемом оборотных активов разрабатывается самостоятельная политика управления отдельными их видами, например:

- запасами товарно-материальных ценностей;
- дебиторской задолженностью;
- денежными активами.

Для этих групп оборотных активов конкретизируется политика управления, которая подчинена общей политике управления оборотными активами предприятия.

### 13.2. Управление запасами

Определение необходимого объема финансовых средств для формирования запасов товарно-материальных ценностей осуществляется путем выявления потребности в них, для чего их предварительно группируют как:

- производственные запасы (запасы сырья и материалов);
- запасы готовой продукции.

Потребность каждого вида определяется отдельно как запасы:

- текущего хранения (постоянно обновляемая часть запасов, равномерно потребляемых в производстве);
- сезонного хранения (в связи с сезонными особенностями производства и закупки сырья, а также потребления готовой продукции);
- целевого назначения (определены специфическими целями деятельности предприятия).

Основное внимание уделяется определению потребности в запасах текущего хранения, так как на большинстве предприятий они представляют единственный вид запасов товарно-материальных ценностей.

Необходимый объем финансовых средств, авансируемых на формирование запасов товарно-материальных ценностей, определяется по формуле

$$\Phi C_3 = CP \times H_3 - K_3, \quad (94)$$

где  $\Phi C_3$  — объем финансовых средств, авансируемых в запасы;  
 $CP$  — среднедневной объем расхода запасов в сумме;

- $H_3$  — норматив хранения запасов в днях (при отсутствии нормативов может быть использован показатель средней продолжительности оборота запасов в днях);
- $K3$  — средняя сумма кредиторской задолженности за приобретенные товарно-материальные ценности (включается в расчет только по производственным запасам; при реализации продукции включается лишь при установившейся практике предоплаты).

Расчет ведется по каждому из видов запасов. Суммирование результатов расчетов позволяет получить показатель общей потребности в финансовых ресурсах, авансируемых на формирование запасов, т.е. определить размер оборотных активов, обслуживающих эту стадию производственно-коммерческого цикла.

Минимизация текущих затрат по обслуживанию запасов представляет собой оптимизационную задачу, решаемую в процессе их нормирования. Для производственных запасов она состоит в определении оптимального размера партии поставляемого сырья и материалов. Чем выше размер партии, тем ниже размер текущих затрат по размещению заказа, доставке товаров и их приемке. Однако высокий размер партии поставки определяет высокий средний размер запаса: если закупать сырье один раз в два месяца, то средний размер запаса составит 30 дней, а если размер партии сократить вдвое, т.е. закупать сырье один раз в месяц, то средний размер запаса составит 15 дней. В этих условиях снизится размер текущих затрат по хранению запасов.

Расчет оптимального размера партии поставки, при котором минимизируются совокупные текущие затраты по обслуживанию запасов, осуществляется по формуле, известной как модель Уилсона:

$$OP_{\text{оп}} = (2 \times Z_r \times TZ_1) : TZ_2, \quad (95)$$

- где  $OP_{\text{оп}}$  — оптимальный размер партии поставки;
- $Z_r$  — необходимый объем закупки товаров (сырья и материалов) в год (квартал);
- $TZ_1$  — размер текущих затрат по размещению заказа, доставке товаров и их приемке в расчете на одну партию;
- $TZ_2$  — размер текущих затрат по хранению единицы запасов.

Рассмотрим пример расчета оптимального размера партии поставки.

Годовая потребность в определенном виде сырья, определяющая объем его закупки, составляет 1000 тыс. руб. Размер текущих затрат по размещению заказа, доставке товаров и их хранению в расчете на одну поставляемую партию составляет 12 тыс. руб. Размер текущих

затрат по хранению единицы запаса составляет 6 тыс. руб. в год. Согласно формуле (95):

$$OP_{\text{пт}} = \sqrt{(2 \times 1000 \times 12) : 6} = \sqrt{4000} = 63 \text{ тыс. руб.}$$

Следовательно, на протяжении года товар должен доставляться 16 раз ( $1000 \cdot 63$ ), или каждые 22 дня ( $360 : 16$ ). При таких показателях размера партии и частоты поставки совокупные текущие затраты по обслуживанию товарных запасов будут минимальными.

Для запасов готовой продукции задача минимизации текущих затрат по их обслуживанию состоит в определении оптимального размера партии производимой продукции. Если производить определенный товар мелкими партиями, то затраты по хранению его запасов в виде готовой продукции будут минимальными. В то же время существенно возрастут текущие затраты предприятия, связанные с частой переналадкой оборудования, подготовкой производства и т.п. Минимизация совокупного размера текущих затрат по обслуживанию запасов готовой продукции также может быть осуществлена на основе модели Уилсона (с иным содержанием показателей  $TЗ_1$  и  $TЗ_2$ ). В этом случае вместо необходимого объема закупки товаров используется планируемый объем производства или продажи готовой продукции.

Как в первом, так и во втором случае расчеты могут быть уточнены с учетом минимальной нормы отгрузки (железнодорожным или автомобильным транспортом), создания на предприятии определенного размера страхового запаса, альтернатив в выборе средств транспортирования и других условий.

Своевременное вовлечение в хозяйственный оборот излишних запасов товарно-материальных ценностей осуществляется на основе мониторинга текущей финансовой деятельности (сопоставления нормативного и фактического размера запасов). Мероприятия в этом случае разрабатываются совместно со службой производственного менеджмента (при нормализации запасов сырья и материалов) или со службой маркетинга (при нормализации запасов готовой продукции). Основная цель этих мероприятий — высвобождение части финансовых средств, омертвленных в сверхнормативных запасах.

Размер высвобождаемых финансовых средств в этом случае определяется по формуле

$$ФС_{\text{в}} = З_{\text{н}} - З_{\text{ф}} = (ЗД_{\text{н}} - ЗД_{\text{ф}}) \times СР, \quad (96)$$

где  $\Phi C_{\text{н}}$  — сумма высвобождаемых финансовых средств в процессе нормализации запасов,  
 $ЗД_{\text{н}}$  — норматив запасов в днях,  
 $ЗД_{\text{ф}}$  — фактические запасы в днях,  
 $СР$  — среднедневной объем расходования запасов,  
 $З_{\text{н}}$  — норматив запасов,  
 $З_{\text{ф}}$  — фактические затраты

В практике финансового менеджмента для отражения реальной стоимости запасов может быть использован метод *LIFO* (последний пришел — первый ушел). В соответствии с ним запасы направляются в производственное потребление или на реализацию по ценам, по которым было зафиксировано их последнее поступление. В отличие от метода *FIFO* (первый пришел — первый ушел), когда использование запасов осуществляется по ценам их первоначального формирования, метод *LIFO* позволяет получить реальную оценку этих результатов в условиях инфляции и эффективней управлять стоимостной формой движения запасов.

В практике зарубежных фирм при решении задач управления запасами используются логистические подходы. Построить управление предприятием в соответствии с моделью децентрализованной логистики можно путем использования программных продуктов, например *LS LIPRO SYSTEMS*, — интегрированного решения планирования ресурсов предприятия. Эта система представляет собой гибкое и масштабируемое решение для управления средними предприятиями, состоящее из сети модулей с различной функциональностью (для сбыта, закупок, основных производственных данных, централизованного управления материалами, управления складами, производственной логистики и др.), в которой осуществлены принципы децентрализованной логистики.

С применением этой системы сложная деятельность предприятия разворачивается в простую структуру децентрализованных модулей производственной логистики (*PL*). Точное планирование и управление запасами подчиняется производящей структурной единице. Планирование изготовления, управление материалами с учетом брутто- и нетто-факторов, контроль наличия на складе и обратная связь находятся под контролем соответствующих модулей *PL*.

Таким образом, модуль *PL*, являясь ядром системы точного управления, выполняет задачи планирования и точного управления заказом, материального менеджмента на складах, управления производственными данными и передачи данных потребности в материалах.

Для дорогостоящих материалов при незначительной или редкой величине расхода применяется способ управления потребностями, при котором инициируются специфические заказ-требования на материалы для модуля закупок или для других *PL*-сегментов. Для этого *PL* определяет индивидуальный для заказа объем потребности, гарантирующий реально необходимое количество и таким образом минимизирующий складские запасы.

Модуль *PL* содержит обширный объем функций, предназначенных для управления складскими запасами отдельно в каждом сегменте. В результате постоянного отслеживания текущего объема запасов в любой момент времени можно получить реальные данные по запасам. Основными компонентами функций управления складскими запасами являются:

- управление основными данными складских запасов;
- управление местами складирования;
- учет складских запасов и управление ими;
- перемещение со склада на склад;
- перманентная инвентаризация.

### 13.3. Управление дебиторской задолженностью

Под дебиторской задолженностью понимаются обязательства клиентов (дебиторов) перед предприятием по выплате денег за предоставление товаров или услуг.

На уровень дебиторской задолженности влияют следующие факторы:

- оценка и классификация клиентов в зависимости от вида продукции, объема закупок, платежеспособности, истории кредитных отношений и условий оплаты;
- контроль расчетов с дебиторами, оценка реального состояния дебиторской задолженности;
- анализ и планирование денежных потоков с учетом коэффициентов инкассации.

Управление дебиторской задолженностью основано на двух подходах:

1) сравнении дополнительной прибыли, связанной со схемой спонтанного финансирования, с затратами и потерями, возникающими при изменении политики реализации продукции;

2) сравнении и оптимизации величины и сроков дебиторской и кредиторской задолженностей по уровню кредитоспособности, времени отсрочки платежа, стратегии скидок, доходам и расходам по инкассации.

Оценка реального состояния дебиторской задолженности, т.е. оценка вероятности безнадежных долгов, — один из важнейших вопросов управления оборотным капиталом. Эта оценка ведется отдельно по группам дебиторской задолженности с различными сроками возникновения. Финансовый менеджер должен использовать накопленную на предприятии статистику, а также прибегнуть к услугам экспертов-консультантов. Пример оценки реального состояния дебиторской задолженности приведен в табл. 10.

Таблица 10

## Оценка реального состояния дебиторской задолженности\*

Классификация дебиторов по срокам возникновения задолженности, дн.	Сумма дебиторской задолженности, тыс. руб.	Удельный вес в общей сумме, %	Вероятность безнадежных долгов, %	Сумма безнадежных долгов, тыс. руб.	Реальная величина задолженности, тыс. руб.
0—30	1 000	43,82	2	20	980
30—60	600	26,29	4	24	576
60—90	500	21,91	7	35	465
90—120	100	4,38	15	15	85
120—150	50	2,19	25	12,5	37,5
150—180	20	0,88	50	10	10
180—360	10	0,44	75	7,5	2,5
свыше 360	2	0,09	95	1,9	0,1
<b>Итого</b>	<b>2 282</b>	<b>100,00</b>	<b>5,52</b>	<b>125,9</b>	<b>2 156,1</b>

\* Рассчитывается на основе экспертных оценок или по данным статистики предприятия.

Как видно из данных табл. 10, предприятие не получит 125,9 тыс. руб. дебиторской задолженности (5,52% от общей ее суммы). Именно на эту сумму целесообразно сформировать резерв по сомнительным долгам.

С целью максимизации притока денежных средств предприятию следует использовать разнообразные модели договоров с гибкими условиями формы оплаты и ценообразования. Возможны различные варианты: от предоплаты или частичной предоплаты до передачи на реализацию и банковской гарантии.

Предложение скидок оправдано в трех основных ситуациях:

1) если снижение цены приводит к расширению продаж, а структура затрат такова, что реализация данной продукции отражается на увеличении общей прибыли, товар высокоэластичен и имеет достаточно высокую долю постоянных затрат;

2) если система скидок интенсифицирует приток денежных средств (ДС) в условиях дефицита на предприятии, возможно краткосрочное критическое снижение цен вплоть до отрицательного финансового результата от проведения конкретных сделок;

3) система скидок за ускорение оплаты более эффективна, чем система штрафных санкций за просроченную оплату.

Во всех случаях можно говорить о спонтанном финансировании, которое при инфляции ведет к уменьшению текущей стоимости реализованной продукции, поэтому следует точно оценить возможность предоставления скидки по досрочной оплате.

Проведем сравнительную оценку двух вариантов (табл. 11) краткосрочного финансирования предприятием-продавцом:

1) с предоставлением скидки для скорейшего покрытия потребности в ДС;

2) с получением кредита без предоставления скидки.

Таблица 11

## Расчет финансового результата

Показатель	Предоставление скидки	Кредит
Индекс цен	1,02	1,02
Коэффициент дисконтирования	0,98	0,98
Потери от скидки с каждой 1000 руб.	30	—
Потери от инфляции с каждой 1000 руб.	—	$1000 - (1000 \times 0,98) = 20$
Доход от альтернативных вложений капитала, руб.	$(1000 - 30) \times 0,1 \times 0,98 = 95,06$	$(1000 \times 0,1) \times 0,98 = 98$
Оплата процентов, руб.	—	$1000 \times 0,4 : 12 = 20$
Финансовый результат, руб.	$95,06 - 30 = 65,06$	$98 - 20 - 33,33 = 44,67$



Исходные данные для расчета таковы:

- инфляционный рост цен — 2% в месяц;
- договорный срок оплаты — 1 месяц;
- скидка при оплате по факту отгрузки в начале месяца — 3%;
- банковская ставка по краткосрочному кредиту — 40% годовых;
- рентабельность альтернативных вложений капитала — 10% годовых.

Сравнение показывает, что при предоставлении скидки предприятие получает доход больший, чем при использовании кредита.

Одним из важных моментов в управлении оборотным капиталом является определение оптимального соотношения между дебиторской и кредиторской задолженностями. При этом необходимо оценивать не только условия своего кредитования покупателей, но и условия кредита поставщиков сырья и материалов с точки зрения уменьшения затрат или увеличения дополнительного дохода, получаемого предприятием. Предположим, что поставщики сырья и материалов предоставляют скидку 5% при оплате в момент отгрузки, либо отсрочку платежа на 45 дней. Оценим целесообразность использования скидки с точки зрения предприятия, использующего для досрочной оплаты кредит под 40% годовых (табл. 12).

Таблица 12

**Расчет финансового результата (на каждую 1000 руб.)**

Показатель	Со скидкой	Без скидки
Оплата за сырье, руб.	950	1000
Расходы по оплате процентов, руб.	$950 \times 0,4 \times 45 : 360 =$ $= 47,5$	—
<b>Итого</b>	<b>997,5</b>	<b>1000</b>

Предприятию выгодно использовать скидки и производить досрочную оплату, однако 5%-ный уровень скидки в данном случае является минимально допустимым, что показывают следующие расчеты:

Минимально допустимый  
уровень скидки  $= 40\% : 360 \times 45 = 5\%$

Максимально допустимая  
величина скидки  $= 1000 \times 5\% = 50$  руб. с каждой  
1000 руб.

Таким образом, система скидок способствует защите предприятия от инфляционных убытков и относительно дешевому пополнению оборотного капитала в денежной или натуральной форме.

Управление дебиторской задолженностью в западных фирмах прежде всего относится к компетенции финансового менеджмента. Тем не менее реализация стратегии в отношении дебиторской задолженности, которая в среднем составляет около  $1/3$  величины текущих активов, зависит от главного бухгалтера предприятия.

Для управления дебиторской задолженностью необходимо следующее.

1. Определение условий предоставления кредита при продаже товаров, его срока и системы скидок.

2. Определение гарантий предоставления кредита. Самый простой способ продажи товаров — это открытый счет, когда в соответствии с заключенным контрактом покупателю выставляется счет для подписи. В балансе такая дебиторская задолженность объединяется в строке «Счета к получению».

Более сложный, но более надежный способ, — получение письменного обязательства клиента заплатить деньги, т.е. получение векселя. Векселя разделяют на обычные, когда покупатель в письменной форме признает свою задолженность и обязуется заплатить определенную сумму к определенному сроку, и переводные, или коммерческие. Коммерческие векселя широко используются в международной торговле. При этом продавец выписывает покупателю (или его агенту) какую-то сумму к оплате к определенному сроку. Если производится немедленная оплата по предъявлению, то выписывается предъявительский переводный вексель, в других случаях — переводный вексель на срок, который акцептируется либо покупателем, либо его банком.

Существует также безотзывный аккредитив, часто используемый в США (основан на взаимоотношениях продавца, покупателя и их банков); условная продажа, широко распространенная в Европе (право собственности остается за продавцом до времени оплаты товара), и др.

3. Определение надежности покупателя или вероятности оплаты полученных им товаров. В этом могут помочь широко распространенные публикуемые рейтинги, анализ опубликованной финансовой отчетности потенциального покупателя, конструирование индексов риска, анализ баланса.

4. Определение суммы кредита, предоставляемого каждому конкретному покупателю. В данном случае, как правило, делаются расче-

ты, основанные на вероятности оплаты покупателем товара, возможности повторения заказов, размера выгод и убытков, получаемых от оплаты (неоплаты) товара.

5. Определение политики сбора дебиторской задолженности. Фирма за определенную плату передает право на получение денег по дебиторской задолженности специализированной фирме. Последняя может обеспечить сбор, страхование и финансирование дебиторской задолженности либо оказать помощь по ее взысканию и страхованию сомнительных долгов. Существует возможность получения кредитной страховки при необходимости защиты от безнадежных долгов. Эти операции известны как факторинг, а сами фирмы — как факторинговые.

Все перечисленные меры взаимосвязаны. Фирма может предлагать более выгодные условия продажи, если она проводит жесткую политику отбора покупателей, или предоставлять кредит высокорисковым клиентам при наличии надежного механизма получения дебиторской задолженности.

#### 13.4. Управление денежными активами

Определение минимально необходимой потребности в денежных активах для осуществления текущей хозяйственной деятельности направлено на установление нижнего предела остатка необходимых денежных средств в национальной и иностранной валютах (в процессе расчетов иностранная валюта пересчитывается по установленному курсу в национальную).

Расчет минимально необходимой суммы денежных активов (без учета их резерва в форме краткосрочных финансовых вложений) основывается на планируемом денежном потоке по текущим хозяйственным операциям, в частности, на объеме их расходования в предстоящем периоде.

Минимально необходимая потребность в денежных активах для осуществления текущей хозяйственной деятельности в предстоящем периоде ( $ДА_{min}$ ) может быть определена по формуле

$$ДА_{min} = ПР_{да} : O_{да}, \quad (97)$$

где  $ПР_{да}$  — планируемый объем платежного оборота по текущим хозяйственным операциям в предстоящем периоде (в соответствии с планом поступления и расходования денежных средств предприятия);

$O_{да}$  — оборачиваемость денежных активов в отчетном периоде (может быть скорректирована с учетом планируемых мероприятий по ускорению оборота денежных активов).

Рассмотрим пример расчета такой минимально необходимой потребности.

В соответствии с планом поступления и расходования денежных средств на предстоящий год объем платежного оборота по текущим хозяйственным операциям предусмотрен в размере 30 млн руб. Оборачиваемость остатков денежных активов в отчетном году составила 24 раза. Таким образом, согласно формуле (97) получим:

$$ДА_{\min} = 30 : 24 = 1,25 \text{ млн руб.}$$

Этот расчет может быть осуществлен и по другой формуле:

$$ДА_{\min} = ДА_{к} + (ПР_{да} - ФР_{да}) : O_{да}, \quad (98)$$

где  $ДА_{к}$  — остаток денежных активов на конец отчетного периода;  
 $ФР_{да}$  — фактический объем платежного оборота по текущим хозяйственным операциям в отчетном периоде.

Дополним предыдущий пример следующими показателями: остаток денежных активов на конец отчетного года составил 1,1 млн руб., фактический объем платежного оборота по текущим хозяйственным операциям в отчетном году равен 26,2 млн руб. Тогда согласно формуле (98) получим:

$$ДА_{\min} = 1,1 + (30 - 26,2) : 24 = 1,1 + 0,16 = 1,26 \text{ млн руб.}$$

Дифференциация минимально необходимой потребности в денежных активах по основным видам текущих хозяйственных операций осуществляется на тех предприятиях, которые ведут внешнеэкономическую деятельность. Цель такой дифференциации заключается в том, чтобы из общей минимальной потребности в денежных активах выделить валютную часть для формирования необходимых предприятию валютных фондов. Основой такой дифференциации является планируемый объем расходования денежных активов по внутренним и внешнеэкономическим операциям. В процессе расчетов используются формулы (97) и (98).

Выявление диапазона колебаний остатка денежных активов на отдельных этапах предстоящего периода основывается на итоговых показателях плана поступления и расходования денежных средств в отдельных месяцах (по годовому плану) или декадах (по квартал-

ному плану). Диапазон колебаний остатка денежных активов определяется относительно минимального и среднего показателей в предстоящем периоде (табл. 13).

Таблица 13

**Диапазон колебаний остатка денежных активов в предстоящем периоде исходя из плана поступления и расходования денежных средств**

Месяцы	Остаток денежных активов на конец месяца, млн руб.	Отклонение месячного показателя от среднего		Отклонение месячного показателя от минимального	
		млн руб. (+, -)	% (+, -)	млн руб.	%
1	1,30	-0,16	-10,9	0,05	4,0
2	1,25 (min)	-0,21	-14,4	—	—
3	1,34	-0,12	-8,2	0,09	7,2
4	1,42	-0,04	-2,7	0,17	13,6
5	1,51	+0,05	+3,4	0,26	20,8
6	1,48	+0,02	+1,4	0,23	18,4
7	1,44	-0,02	-1,4	0,19	15,2
8	1,52	+0,06	+4,1	0,27	21,6
9	1,54	+0,08	+5,5	0,29	23,2
10	1,56	+0,10	+6,8	0,31	24,8
11	1,53	+0,07	+4,8	0,28	22,4
12	1,58 (max)	+0,12	+8,2	0,33	26,4
<b>В среднем за месяц</b>	<b>1,46</b>	—	—	—	—

При выявлении диапазона колебаний остатка денежных активов определяют:

- минимальный остаток (1,25 млн руб.);
- максимальный остаток (1,58 млн руб.);
- средний остаток (1,46 млн руб.).

В практике зарубежного финансового менеджмента применяют и более сложные модели определения минимального, оптимального, максимального и среднего остатков денежных активов. Они используются в условиях неопределенности предстоящих платежей, когда

план поступления и расходования денежных средств не может быть разработан ежемесячно или подекадно.

В соответствии с моделью Баумоля определяются:

- минимальный остаток денежных активов (принимается нулевым);
- оптимальный (максимальный) остаток денежных активов по формуле

$$ДА_{\max} = (2 \times P_k \times O_{да}) : СП_{кфв}, \quad (99)$$

- где  $ДА_{\max}$  — оптимальный остаток денежных активов в планируемом периоде;
- $P_k$  — средняя сумма расходов по обслуживанию одной операции с краткосрочными финансовыми вложениями;
- $O_{да}$  — общий расход денежных активов в предстоящем периоде;
- $СП_{кфв}$  — банковская ставка по краткосрочным финансовым вложениям в планируемом периоде в дробном выражении;

- средний остаток денежных активов в соответствии с этой моделью планируется как половина оптимального (максимального) их остатка.

В соответствии с моделью Миллера — Орра определяются:

- минимальный остаток денежных активов в размере минимального резерва в отчетном периоде (должен быть выше нуля);
- оптимальный остаток денежных активов по формуле

$$ДА_{\text{опт}} = (3 \times P_k \times OT_{да}) : (4 \times СП_{кфв}), \quad (100)$$

- где  $OT_{да}$  — сумма максимального отклонения денежных активов от среднего в отчетном периоде;

- максимальный остаток денежных активов принимается в трехкратном размере  $ДА_{\text{опт}}$  в связи с необходимостью трансформации излишних денежных активов в краткосрочные финансовые вложения;
- средний остаток денежных активов в этом случае рассчитывается по формуле

$$ДА_{\text{ср}} = ДА_{\text{min}} + ДА_{\text{max}} : 2, \quad (101)$$

- где  $ДА_{\text{ср}}$  — средний остаток денежных активов в планируемом периоде.

Корректировка потока платежей с целью уменьшения максимальной и средней потребности в остатках денежных активов осуществляется путем оперативного регулирования — переноса срока отдельных платежей по согласованию с контрагентами.

На первом этапе регулируются декадные сроки расходования (поступления) денежных средств, что позволяет минимизировать их остатки в рамках каждого месяца (квартала). Критерием оптималь-

ности регулирования потока платежей выступает минимальный размер среднеквадратического отклонения остатка денежных активов от среднего их значения.

На втором этапе размер среднего остатка денежных активов оптимизируется с учетом их резервного запаса. Сначала определяется максимальный остаток денежных активов с учетом неравномерности платежей и резервного запаса, затем — средний остаток (половина суммы минимального и максимального остатков денежных активов).

Высвобожденная в процессе корректировки потока платежей сумма денежных активов реинвестируется в краткосрочные финансовые вложения или другие виды активов.

Ускорение оборота денежных активов осуществляется за счет:

- ускорения инкассации денежных средств для минимизации их остатка в кассе;
- сокращения расчетов наличными деньгами с целью увеличения срока пользования собственными денежными активами в процессе прохождения платежных документов поставщиков;
- сокращения объема расчетов аккредитивами и чеками, так как они отвлекают на продолжительный период денежные активы из оборота в связи с необходимостью предварительного резервирования в банках.

Эффективное использование временно свободного остатка денежных активов может быть осуществлено за счет:

- согласования с банком условий текущего хранения остатка денежных средств с выплатой процентов по депозитам (например, путем открытия контокоррентного счета в банке);
- использования краткосрочных денежных инструментов (в первую очередь депозитных вкладов в банках) для временного хранения свободных денежных активов;
- использования высокодоходных краткосрочных фондовых инструментов путем размещения резерва денежных активов в краткосрочные депозитные сертификаты, облигации, казначейские обязательства, векселя и т.п. при условии их ликвидности на фондовом рынке.

Минимизация потерь денежных активов от инфляции осуществляется отдельно по денежным средствам в национальной и иностранной валютах.

Противоинфляционная защита национальной валюты обеспечивается, если норма рентабельности временно свободного остатка не ниже темпов инфляции.

Противоинфляционная защита денежных активов в иностранной валюте обеспечивается выбором устойчивой валюты.

## Глава 14. Управление финансированием текущей деятельности предприятия

---

### 14.1. Текущие финансовые потребности и оперативное управление их финансированием

Текущая деятельность — это совокупность разновидностей производственной, хозяйственной, финансовой деятельности предприятия, которая не носит капитального и иного долгосрочного характера. Финансирование текущей деятельности предприятия осуществляется путем обеспечения его текущих финансовых потребностей (ТФП). Существование таких потребностей для работающего предприятия носит постоянный характер.

Объем ТФП, измеряемый в рублях, меняется и имеет устойчивую тенденцию к возрастанию. Характер ТФП определяется внутренними и внешними факторами: особенностями и результатами производственной и финансовой деятельности предприятия, наличием сезонных потребностей, текущих кассовых разрывов в поступлении и расходовании денежных средств, ценами, расчетно-кассовым обслуживанием, платежной дисциплиной, организацией поставок и продаж, валютным курсом рубля, инфляцией и т.п. Последние два фактора выступают в качестве основных причин непрерывного общего возрастания денежных затрат на финансирование текущих финансовых потребностей.

Возникновение, изменение и финансирование ТФП органически связано с производством и ведением бизнеса. Формирование текущих финансовых потребностей и их финансирование осуществляются в процессе оборота и кругооборота денежных средств. ТФП выступают как потребности предприятия в краткосрочных финансовых и кредитных ресурсах. Внешним проявлением формирования, распределения и использования финансово-кредитных ресурсов являются безналичный и налично-денежный обороты предприятия. Денежные средства и формы их проявления — финансово-кредитные ресурсы и денежные фонды аккумулируются предприятием и расходуются на финансирование текущих финансовых потребно-



стей. Это покрытие денежных расходов выступает как целевое финансирование производства за счет источников финансирования текущей деятельности, включая временно свободные остатки денежных фондов и амортизацию. При этом финансирование ТФП осуществляется в порядке авансирования денежной формы стоимости в производство или иные виды деятельности.

Финансирование (покрытие) текущих финансовых потребностей может быть полным и частичным. Размер ТФП и степень полноты их покрытия источниками финансирования не могут быть установлены по данным баланса, поскольку он не является оперативным документом, отражающим ТФП предприятия. Баланс не содержит данных о нормативной основе текущего движения денежных средств, а также о потребности в финансировании оборотных средств по вновь введенной производственной мощности, построенного и готового к запуску цеха, технологической линии и т.п. За пределами баланса находятся истинные размеры и колебания наличных финансовых ресурсов и других денежных поступлений. Баланс как итоговый и важнейший отчетный документ бухгалтерского учета показывает не финансовые потребности, а сальдовые остатки по оборотам счетов учета источников и их размещения на отчетную дату. Баланс не дает полного представления обо всех составляющих текущей деятельности предприятия, например об операциях по формированию и финансированию текущих затрат на производство и реализацию продукции. ТФП находят полное сущностное и точное количественное проявление лишь при разработке и непрерывном уточнении прогнозных значений показателей текущих и оперативных финансовых планов предприятия.

Для полного покрытия ТФП необходимы адекватные оборотные средства. Текущие финансовые потребности отражают только потребности предприятия в собственных и заемных оборотных средствах для финансирования текущей деятельности. Отметим, что не ТФП выступают экономической и финансовой категорией, а оборотные средства (оборотный капитал). Правильное понимание ТФП непосредственно связано с денежным оборотом и природой функционирования двух родственных финансовых категорий — оборотного капитала и оборотных средств.

Текущие финансовые потребности предприятия определяются денежными расходами, минимально необходимыми для осуществления непрерывной финансово-хозяйственной деятельности. Обеспе-

чение текущих финансовых нужд предприятия есть финансирование его минимальной (в пределах совокупного норматива) и дополнительной потребности в оборотных средствах. Финансирование дополнительной финансовой потребности может осуществляться путем денежного авансирования в сверхнормативные запасы, а также на покрытие ненормируемых текущих потребностей, связанных с мобилизацией денежных средств и нахождением части их в расчетах. Минимальная потребность в собственных оборотных средствах (оборотном капитале) не равна текущей финансовой потребности в них, последняя всегда больше.

Для обеспечения дополнительного финансирования оборотных средств предприятия привлекают краткосрочные банковские кредиты и другие заемные источники. В результате сложения собственных и приравненных к ним оборотных средств предприятие получает приращение в размере суммы основного долга до срока его возврата. В качестве источника дополнительного финансирования текущих потребностей могут выступать долгосрочные банковские кредиты и займы, если они не связаны с финансированием капитальных вложений и иных долгосрочных инвестиций. В упрощенном виде текущие финансовые потребности предприятия могут быть представлены как потребности в собственных и приравненных к ним оборотных средствах или в чистом оборотном капитале (оборотных активах без текущих обязательств) для непрерывного финансирования текущей финансово-хозяйственной деятельности.

Финансирование ТФП — это финансирование нужд предприятия, связанных с формированием: производственных запасов; фондов обращения в виде запасов готовой продукции на складе и средств в расчетах (дебиторской задолженности); накоплений денежных средств для авансирования в хозяйственный оборот; краткосрочных финансовых вложений. Совокупность этих вложений (размещений средств), произведенных за счет всех источников, и предстает перед финансовым менеджером в качестве текущих активов. Таким образом, финансирование ТФП предприятия может трактоваться как финансирование (формирование) его текущих или краткосрочных активов. На финансирование таких активов привлекаются текущие пассивы, состоящие из источников формирования собственных и приравненных к ним оборотных средств (оборотного капитала) и заемных краткосрочных источников. Финансирование текущих активов вовсе не означает, что текущие финансовые потребности пред-

приятия это его текущие активы. ТФП охватывают, например, бюджетные и внебюджетные платежи, которые часто не входят в дебиторскую задолженность. Уплата таких платежей может осуществляться в порядке непрерывного общего денежного кругооборота средств предприятия.

Наличие и потребность в денежных средствах, в том числе временно свободных, включая остатки на расчетном счете (после поступления выручки и ее последующего авансирования для возобновления производственного цикла), есть важный компонент ТФП предприятия и основа их реального финансирования. Достаточно ли имеющихся на счетах предприятия денежных средств для предстоящего финансирования расходов и могут ли они удовлетворить имеющиеся минимально постоянные и возникшие дополнительные финансовые потребности? Существует ли необходимость изыскания дополнительных источников финансово-кредитных ресурсов на финансирование и кредитование текущей деятельности? Эти вопросы составляют основу комплексного оперативного управления финансированием текущей деятельности предприятия.

В связи с этим перед финансовым менеджером встают две проблемы: определение в оперативном плане величины превышения текущих расходов над поступлениями денежных средств и выбор источников покрытия той части ТФП, которая оказалась не обеспеченной деньгами. Первая проблема разрешается на основе систематического составления, корректировки и контроля за исполнением платежного календаря, вторая — на основе сочетания собственных и заемных средств, краткосрочных и долгосрочных источников финансирования.

Таким образом, текущие финансовые потребности управляемы и подлежат определению, регулированию, планированию и контролю со стороны финансовых служб. Особое значение в управлении ТФП имеет уровень организации финансовой работы на предприятии. Он определяется состоянием планово-прогнозной и контрольно-аналитической работы, регулярным составлением, уточнением и контролем за выполнением текущего и оперативных финансовых планов.

Методология управления и финансирования ТФП отлична от методологии баланса. Финансирование текущей деятельности за счет собственных оборотных средств регулируется расходными статьями годового (с разбивкой по кварталам) или квартального (с разбивкой по месяцам) финансового плана — баланса доходов и расходов пред-

приятия. Этот баланс выступает плано-прогнозной базой комплексного управления финансами предприятия, его активами и пассивами, основными и оборотными средствами (капиталом). Доходные и расходные статьи финансового плана предприятия отличны от балансовых и не повторяются в оперативных финансовых планах-прогнозах. Последние подкрепляют исполнение текущего баланса доходов и расходов более детальной оперативной финансовой работой по выявлению и обеспечению финансирования всех текущих расходов.

Определение и последующее финансирование текущих финансовых потребностей в месячном (подекадном, пятидневном, ежедневном) периоде осуществляется на основе составления и исполнения платежного календаря. При этом потребность в дополнительных источниках финансирования ТФП может определяться на любую календарную дату исходя из входных остатков денежных средств и их движения (поступления и расходования) за принятый период. Полученное выходное сальдо (остаток) сопоставляется с принятым на предприятии постоянным минимальным остатком свободных денежных средств, который должен находиться на его операционных счетах. Нехватка денежных средств по представленной методологии расчета показывает текущую потребность предприятия, не покрытую собственными и заемными источниками. Она выступает как потребность в дополнительном краткосрочном финансировании и определяется путем сопоставления всех видов текущих поступлений денежных средств и всех направлений их расходования за планируемый период. Поступление денежных средств на финансирование текущей деятельности предприятия отражается дебетовыми оборотами по расчетным, валютным и другим счетам и кредитовыми оборотами по счетам учета источников поступления денежных средств. Направление источников на финансирование текущей деятельности сопровождается обратным отражением кредитовых и дебетовых оборотов по рассматриваемым балансовым счетам.

Эффективность управления текущими активами и пассивами во многом зависит от организации оборотных средств предприятий. Для этого финансовый менеджер занимается оптимизацией материально-производственных запасов и остатков готовой продукции на складе, решает задачи ликвидации отвлечений оборотных средств в просроченную дебиторскую задолженность и сверхнормативные запасы, а также реализации излишних и ненужных товарно-матери-

альных ценностей, неходовых и залежалых товаров. Особенно актуальным является увеличение скорости оборачиваемости оборотных средств в днях. В основе длительности оборота оборотных средств лежит продолжительность производственного цикла, т.е. периода между оплатой запасов сырья и материалов и их получением на склад, а также нахождением оборотных средств в виде дебиторской задолженности. Ускорение оборачиваемости позволяет относительно меньшими оборотными средствами обслуживать непрерывность производства в возрастающих масштабах. В результате ускорения оборачиваемости оборотных средств происходит вовлечение высвобожденных финансовых ресурсов в хозяйственный оборот. Таким путем часто достигаются лучшие финансовые результаты за счет увеличения оборота по продажам, чем при получении максимальной рентабельности продаж за счет ценового фактора.

Высвобождение части оборотных средств из хозяйственного оборота за счет ускорения их оборачиваемости способствует снижению кредиторской задолженности предприятия и часто сопровождается сокращением дебиторской задолженности. В связи с замедлением оборачиваемости происходит дополнительное привлечение финансово-кредитных ресурсов в хозяйственный оборот. В этих условиях предприятие может задерживать платежи поставщикам, бюджетам, внебюджетным фондам и банкам, поскольку часть оборотных средств предприятия оказывается отвлеченной в сверхнормативные остатки товарно-материальных ценностей, возросшую дебиторскую задолженность, потери от порчи и т.п. В результате эта омертвленная часть оборотных средств не возмещается за счет выручки и проедается предприятием, что сопровождается увеличением недостатка собственных оборотных средств. Это прямой путь к сокращению объемов производства, продаж продукции и ухудшению финансовых результатов. Чтобы не допустить этого, финансовый менеджер обеспечивает привлечение заемных финансово-кредитных ресурсов в хозяйственный оборот. Суммы вовлечения (+) и привлечения (–) финансовых ресурсов в хозяйственный оборот в результате изменения скорости оборачиваемости оборотных средств предприятия могут быть рассчитаны по формуле

$$I_{co} = (CO_6 \times D_6) : P_6 - (CO_T \times D_T) : P_T, \quad (102)$$

где  $I_{co}$  — изменение скорости оборачиваемости оборотных активов в днях («+» — ускорение, «–» — замедление);

$CO_6$  и  $CO_7$  — средние остатки производственных запасов и готовой продукции в базовом и текущем периодах (тыс. руб.);

$P_6$  и  $P_7$  — полная себестоимость реализованной товарной продукции (объем продаж) в базовом и текущем периодах (тыс. руб.);

$D_6$  и  $D_7$  — длительность базового и текущего периодов в днях.

Сумма вовлечения (+) и привлечения (–) финансовых ресурсов в хозяйственный оборот (ДФР) составит:

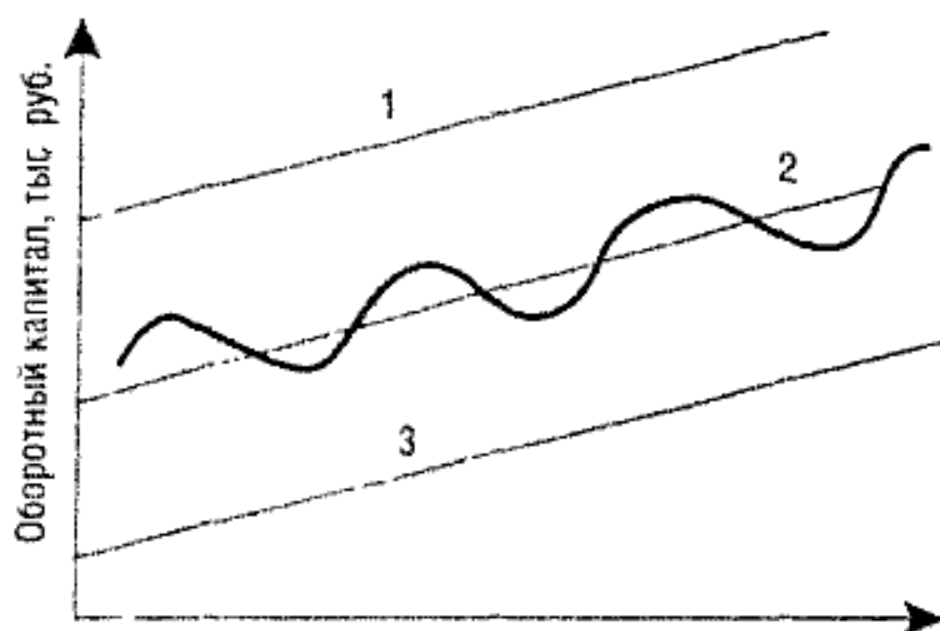
$$\Delta \text{ФР} = H_{\text{от}} < O_{\text{от}}, \quad (103)$$

где  $H_{\text{от}}$  — изменение скорости оборачиваемости оборотных активов в днях («+» — ускорение, «–» — замедление);

$O_{\text{от}}$  — относительный оборот в текущем периоде, исчисленный по полной себестоимости реализованной товарной продукции (тыс. руб.).

Эффективность комплексного управления текущими активами и пассивами может быть повышена за счет использования спонтанного финансирования, факторинга, учета векселей и других мероприятий, что позволит финансовому менеджеру оптимизировать расчеты и размер оборотных активов, ускорить оборачиваемость оборотных средств предприятия.

Управление финансированием текущих финансовых потребностей предприятия зависит от стратегии покрытия потребности в оборотных средствах (оборотном капитале). Характер перспективного изменения текущей потребности в оборотном капитале для развивающихся предприятий представлен на рис. 11.



Волнообразная кривая 2 представляет колебания потребности предприятия в оборотном капитале при ее нарастании. Когда потребность не покрывается долгосрочным финансированием, предприятие привлекает короткие деньги (прямая 3), выступая заемщиком. Если потребность в оборотном капитале покрывается мобилизованными долгосрочными источниками с избытком, то в краткосрочном плане предприятие становится кредитором (прямая 1). Прямая 2 отражает оптимальное состояние ресурсов, а кривая 2 — ситуацию, когда предприятие в текущей деятельности выступает то как заемщик (ниже прямой 2), то как кредитор (выше прямой 2). Объем долгосрочного финансирования при нарастающей потребности предприятия в оборотном капитале определяет, кем оно выступает в текущем плане — заемщиком или кредитором. Потребность в краткосрочном финансировании может быть представлена как отрицательная разница между объемом располагаемого долгосрочного финансирования и нарастающей потребностью предприятия в оборотном капитале.

Финансовому менеджеру рекомендуется соблюдать фундаментальный принцип соответствия сроков функционирования активов и источников их финансирования. Постоянная минимальная потребность в оборотных средствах финансируется за счет собственного капитала, а сезонная и другая дополнительная потребность — за счет краткосрочных заемных (кредитных) источников.

Анализ рис. 11 показывает, что увеличение оборотных средств и оборотного капитала стратегически возможно проводить также за счет долгосрочных источников в результате превышения общего объема долгосрочного финансирования над нарастающей потребностью в оборотном капитале (прямая 1). Экономической основой такого положения выступает принципиально иной, чем в отечественной экономике, состав опорных долгосрочных источников финансирования. К источникам финансирования в зарубежных странах относится не только долгосрочный кредит, но в первую очередь выпуск и первичное размещение акций и облигаций предприятия (фирмы, компании). В случае устойчивой и прибыльной работы предприятия рыночные котировки его акций имеют тенденцию к повышению вместе с возможностями пополнения собственного капитала за счет быстрого размещения дополнительно выпущенных акций. Одновременно укрепляется доверие инвесторов, и они готовы финансировать предприятие путем покупки его облигаций. Все это создает возможности долгосрочного финансирования текущих потребностей предприятия.

Большая часть отечественных предприятий лишена такой возможности и проводит стратегию в соответствии с прямой 3 на рис. 11.

#### 14.2. Комплексное управление денежным оборотом и финансовая политика нормирования

Финансовому менеджеру важно определить степень объективности оборота денежных средств на предприятии и выявить имеющиеся резервы ускорения их оборачиваемости. Резервы ускорения одного оборота оборотных средств предприятия должны быть вскрыты по стадиям их прохождения в процессе кругооборота. Для эффективного управления денежными потоками финансовый менеджер должен обеспечить эффективное функционирование современной системы денежного оборота на предприятии.

Комплексное управление денежным оборотом на предприятии представляет процесс, основанный на нормах, нормативах и лимитах, автоматизированной системе учета, получения и обработки финансово-экономической информации, финансового анализа и расчетов, вариантном финансовом прогнозировании и краткосрочном финансовом планировании, реализующийся в оптимизации денежного оборота и высвобождении дополнительных денежных и материальных ресурсов. Важнейшими финансовыми блоками системы управления длительностью и эффективностью денежного оборота предприятия выступают:

- система осуществления затрат на производство и реализацию продукции и ее нормативная база управления (финансовая политика предприятия по управлению издержками производства);
- система нормированного авансирования денежных средств на создание и поддержание минимально необходимого уровня производственных запасов материальных ценностей и готовой продукции (политика нормирования собственных оборотных средств);
- система мониторинга сбора и взыскания авансированных денежных средств в расчеты, т.е. в дебиторскую задолженность (кредитная политика предприятия);
- система авансирования временно свободных денежных средств предприятия (управление свободным остатком денежных средств);
- система финансовой сигнализации об отклонениях параметров протекания процессов в блоках (внутренний контроль за оборотом денежных средств).



Важное место в системе управления финансированием текущей деятельности предприятия занимает политика нормирования. Она включает: нормирование собственных оборотных и приравненных к ним средств; нормы амортизации; сдельные и повременные ставки, нормы и нормативы оплаты труда; нормативы образования денежных фондов и резервов; нормирование дивидендов; сметные нормы и расценки для капитального строительства; нормы и нормативы расходов для содержания объектов непроизводственной сферы; нормативы уровня материальных затрат на один рубль товарной продукции; базовые цены по номенклатуре выпускаемой продукции; выбор исчисления норм прибыльности (доходности); нормирование скидок и надбавок к отпускным ценам на продукцию; нормы эффективности размещения временно свободных денежных средств; предельные процентные ставки по привлеченным заемным средствам.

Для проверки финансово-экономических расчетов финансовый менеджер постоянно контролирует: плановые нормы использования производственных мощностей, нормативы фондоотдачи, производительности и фондовооруженности труда; нормы отпуска материальных ресурсов со складов в производство; нормативы потерь от брака и возвратных отходов; лимиты потребления топливно-энергетических ресурсов для нужд производства и непроизводственных целей; нормы отпуска бензина и дизельного топлива для автотранспорта, строительных машин и механизмов. В зависимости от сроков установления норм и нормативов финансовая политика нормирования на предприятии может быть краткосрочной и долгосрочной.

Для эффективного краткосрочного финансового управления материально-производственными запасами финансовый менеджер использует методологические основы их оценки и отражения в балансе. Материально-производственные запасы могут находиться на предприятии на праве собственности, хозяйственного ведения, а также оперативного управления. Оценка материально-производственных запасов выступает важным элементом системы нормативного регулирования финансово-хозяйственной деятельности предприятия.

Материально-производственные запасы представляют собой часть имущества предприятия, которая используется им при производстве продукции, а также для управленческих нужд. Срок использования такого имущества ограничен 12 месяцами или операционным циклом, если он превышает 12 месяцев. Важнейшая составная часть материально-производственных запасов — нормируемые обо-

ротные средства предприятия. Материально-производственные запасы оцениваются по сумме фактических затрат на приобретение, за исключением налога на добавленную стоимость и других возмещаемых налогов, т.е. по фактической себестоимости.

Финансовый менеджер отслеживает фактические затраты на приобретение материально-производственных запасов, в состав которых входят: суммы, уплачиваемые продавцу по договору поставки; вознаграждения посреднической организации, участвующей в процессе приобретения запасов; оплата информационных и консультационных услуг в отношении приобретения запасов; таможенные пошлины; невозмещаемые налоги, уплачиваемые покупателем отдельно в связи с приобретением запасов; затраты по их заготовке и доставке до места использования, включая расходы по страхованию; другие затраты, непосредственно связанные с приобретением запасов. В фактические затраты на приобретение материально-производственных запасов не включаются: затраты по доработке и улучшению технических характеристик запасов, не связанные с производством продукции; расходы, непосредственно не связанные с приобретением запасов. В тех случаях, когда материально-производственные запасы не покупаются, а изготавливаются силами предприятия, их фактическая себестоимость определяется исходя из фактических затрат на производство в порядке, установленном для определения себестоимости соответствующих видов продукции.

При формировании уставного фонда (капитала) предприятия фактическая себестоимость материально-производственных запасов, вносимых в счет вклада учредителями, устанавливается исходя из согласованной ими в пределах действующего законодательства денежной оценки. В тех случаях, когда предприятие получает материально-производственные запасы безвозмездно, их оценивают по рыночной стоимости на момент получения. Другой метод оценки характерен для отношений мены имущества без опосредования деньгами: полученные материально-производственные запасы оцениваются по стоимости приобретенного имущества на балансе контрагента. Оценка запасов, стоимость которых при приобретении определена в иностранной валюте, производится в рублях путем пересчета валюты по курсу Банка России, действующему на момент принятия предприятием запасов по договору. В торговых организациях оптовой и розничной торговли товары, приобретенные для продажи, подлежат оценке по фактической стоимости их приобретения. Однако организации, осу-

шествующие розничную торговлю, могут оценивать указанные товары по розничным или продажным ценам с отдельным учетом наценок (скидок). Оценка стоимости материально-производственных запасов на балансе предприятия не подлежит изменению, кроме следующих случаев:

- объявления о переоценке запасов в порядке и в сроки, установленные специальными решениями Правительства РФ и Минфина России;

- снижения цен на материально-производственные запасы в течение года или частичной потери первоначальных качеств (кроме запасов оборудования к установке и малоценных и быстроизнашивающихся предметов). В этих случаях производится переоценка (уценка) запасов по состоянию на конец года по цене их возможной реализации, если она меньше первоначальных фактических затрат на приобретение. Возникающая разница в ценах относится на уменьшение финансовых результатов.

### 14.3. Оптимизация остатка денежных средств

Управление остатком денежных средств — малая часть в общем управлении денежным оборотом предприятия. В зависимости от формы остатка различается управление налично-денежным и безналично-денежным остатком средств. Эти две формы часто объединяют в понятие управления наличностью. Однако каждая из форм управления остатком денежных средств имеет специфические особенности.

В основе управления остатком наличных денежных средств на промышленном предприятии лежит контроль за налично-денежными потоками, осуществляемый с помощью следующих документов: чековой книжки предприятия на снятие наличных денег с расчетного счета, карточек с образцами подписей должностных лиц предприятия, приходных и расходных ордеров по денежным потокам кассы, утвержденного лимита кассы, объявлений на взнос наличными, утвержденного перечня товаров, подлежащих реализации за наличный расчет, кассового плана, дебетовых и кредитовых оборотов по счету кассы в Главной книге и книге учета кассовых операций. На предприятиях розничной торговли и в коммерческих банках, осуществляющих операции в рублях и валюте, к числу специфических факторов управления налично-денежным оборотом относится систематическая инкассация наличных денежных средств с отнесением

расходов по инкассации на издержки обращения или операционные расходы.

Эти налично-денежные обороты, так же как и снятие наличных денег со счетов, учитываются финансовым менеджером при управлении безналичным остатком денежных средств предприятия. Центральная проблема управления — оптимальный размер остатков безналичных денежных средств. С одной стороны, если не размещать большие остатки средств, то и не получать дополнительных доходов по возможным краткосрочным инвестициям, например, в ценные бумаги. С другой стороны, размещать остатки денежных средств — значит, рисковать и притом с высокой вероятностью занимать.

Решение этих проблем зависит от многих факторов, в числе которых соотношение затрат на владение остатками (упущенная выгода от неразмещения средств) и затрат по возможному займу средств (оплата процентов за краткосрочный кредит), степень неопределенности ожидаемых притока и оттока средств предприятия, целевые установки на максимальную концентрацию средств на счетах или дополнительное зарабатывание денег. В тех случаях, когда финансовый менеджер уверен в будущих денежных потоках предприятия и прогнозирует превышение упущенной выгоды над стоимостью краткосрочного кредита, он может смело работать со всем остатком денежных средств на расчетном счете. Для этого важно грамотно закрыть операционный день предприятия, рассчитав свободный остаток денежных средств к размещению на финансовых рынках, однако простота подсчета остатка средств не совпадает с реальной трудностью точного закрытия операционного дня.

Большинство предприятий исходит из того, что деньги должны работать. Задача финансового менеджера — избежать значительного сокращения операционной активности предприятия: картотеки, штрафов, подмыва репутации. При наличии у предприятия филиалов управление остатком денежных средств усложняется, включается механизм внутрисистемного перераспределения свободных денежных средств. Грамотное управление остатками денежных средств головного предприятия и филиалов превращается в крупную финансово-экономическую задачу, имеющую большое значение в достижении финансового успеха всей производственно-коммерческой деятельности. Главным недостатком управления остатком денежных средств филиалов являются перебросы денежных средств между филиалами и предприятием на ликвидацию финансовых прорывов. Финансо-

вый менеджер головного предприятия должен четко рассчитывать, когда, какой продолжительности и почему у подведомственных филиалов возникают кассовые разрывы. Для филиалов должны быть разработаны положения о финансово-хозяйственной деятельности и установлены лимиты остатков денежных средств на счетах, которые они вправе использовать на инвестиции по своему усмотрению.

Финансовый менеджер должен учитывать, что банку иногда требуется часть временно свободных денежных средств в полное распоряжение. Финансовый менеджер может управлять остатком денежных средств, лишь точно представляя формы банковских расчетов, а также порядок и сроки прохождения платежных документов от банка покупателя до банка, обслуживающего предприятие. Формы банковских расчетов предполагают нахождение части платежей в пути. В связи с этим финансовый менеджер должен разграничивать доступный остаток денежных средств, реальный доступный остаток денежных средств, колебание доступности, чистый остаток денежных средств в пути.

Предположим, что на счете предприятия по данным банковской выписки кредитовый остаток составляет 1500 тыс. руб. Это доступный остаток денежных средств, он соответствует дебетовому остатку на расчетном счете предприятия по данным бухгалтерского учета с учетом непроведенных приходно-расходных документов, полученных одновременно с выпиской банка. Платежи поставщикам предприятия в пути составляют 300 тыс. руб., ожидаемые предприятием платежи от покупателей, также находящиеся в пути, — 200 тыс. руб. Чистый остаток средств в пути (сальдо платежей) будет равен:  $+200 - 300 = -100$  тыс. руб. Тогда реальный доступный остаток денежных средств будет равен:  $1500 - 100 = 1400$  тыс. руб. Платеж в пути предприятию в сумме 200 тыс. руб. представляет собой колебание доступности. Для финансового менеджера очень важно контролировать не учетные проводки бухгалтерии, а изменение реального доступного остатка денежных средств. При этом он проводит политику увеличения реального доступного остатка и положительного сальдо чистого остатка денежных средств в пути, замедляя расчеты с поставщиками при одновременном ускорении расчетов с покупателями продукции предприятия.

## **ИНВЕСТИЦИОННАЯ СТРАТЕГИЯ ПРЕДПРИЯТИЯ**

### **Глава 15. Оценка и прогнозирование инвестиционного рынка**

---

#### **15.1. Понятие и основные элементы инвестиционного рынка**

Инвестиционный рынок следует рассматривать как совокупность отдельных рынков объектов реального и финансового инвестирования.

Рынок объектов реального инвестирования объединяет рынки прямых капитальных вложений, приватизируемых объектов и объектов недвижимости.

Рынок капитальных вложений является одним из наиболее значимых сегментов отечественного инвестиционного рынка. Формой инвестирования на этом рынке выступают капитальные вложения в новое строительство, на реконструкцию, расширение и техническое перевооружение действующих предприятий.

Рынок приватизируемых объектов получил широкое развитие в связи с процессами приватизации государственных предприятий. Предметом реального инвестирования на этом рынке являются предприятия, которые продаются на аукционах или полностью выкупаются трудовыми коллективами.

Рынок недвижимости является самостоятельным элементом инвестиционного рынка в связи с его спецификой и существенными перспективами развития и расширения.

Рынок объектов финансового инвестирования включает фондовый рынок (рынок ценных бумаг), рынок объектов тезаврации и денежный рынок.

Основная функция фондового рынка состоит в мобилизации средств с помощью ценных бумаг для целей организации и расширения масштабов хозяйственной деятельности реального сектора экономики. Кроме того, фондовый рынок выполняет важнейшую информационную функцию, так как ситуация на нем информирует

инвесторов об экономической конъюнктуре и дает ориентиры для размещения капиталов. Состояние фондового рынка имеет важное значение для стабильного развития экономики; крах фондового рынка может вызвать кризис в экономике.

Рынок объектов тезаврации, служащий для совершения операции по инвестированию в драгоценные металлы, предметы коллекционирования и другие ценности, пока не играет заметной роли в экономике нашей страны.

Денежный рынок справедливо включен в состав инвестиционного рынка самостоятельным сегментом, поскольку часть его формируется с помощью таких объектов финансового инвестирования, как банковские депозитные вклады и иностранная валюта.

Состояние инвестиционного рынка характеризуют такие элементы, как спрос, предложение, цена и конкуренция. Соотношение этих элементов рынка постоянно меняется под влиянием множества различных факторов как общеэкономического, так и внутрирыночного характера. Каждый инвестор должен знать состояние рынка, правильно оценивать его, уметь прогнозировать изменение ситуации, чтобы выживать и развиваться в условиях рынка. В принятии грамотных, экономически обоснованных инвестиционных решений ключевыми факторами являются финансы предприятия и его менеджмент, который невозможен без знания особенностей инвестиционного рынка. Именно эти знания ложатся в основу разработки эффективной инвестиционной стратегии бизнеса и формирования инвестиционного портфеля. Ошибки и просчеты инвестора в оценке инвестиционного рынка могут повлечь снижение уровня доходов, увеличить риск полной потери капитала.

Степень активности инвестиционного рынка, соотношение отдельных его элементов определяются путем изучения рыночной конъюнктуры, определяющей соотношение спроса, предложения, цен и уровня конкуренции.

Конъюнктура инвестиционного рынка характеризуется цикличностью. Обычно выделяют четыре основные стадии изменения рыночной конъюнктуры: подъем, бум, ослабление и спад.

Подъем конъюнктуры связан с оживлением экономики в целом. Характерными для него являются рост объема спроса на объекты инвестирования, повышение уровня цен на них, развитие конкуренции среди инвестиционных посредников.

Конъюнктурный бум характеризуется резким возрастанием спроса на все объекты инвестирования. При этом спрос не полностью удовлетворен предложением, имеющимся на рынке, растут цены на объекты инвестирования, повышаются доходы инвесторов и посредников.

Ослабление конъюнктуры связано со снижением инвестиционной активности в результате спада в экономике в целом. Происходит практически полное насыщение спроса на объекты инвестирования с некоторым избытком их предложения. Сначала стабилизируется уровень цен на большинство объектов инвестирования, затем они медленно снижаются вместе с доходами инвесторов и инвестиционных посредников.

Признаком конъюнктурного спада инвестиционного рынка является низкий уровень спроса и предложения объектов инвестирования, хотя уровень предложения превышает спрос. При этом существенно снижаются цены на объекты инвестирования, доходы участников рынка падают до самого низкого уровня, возможны даже убытки в отдельных сферах инвестиционной деятельности.

Изучение конъюнктуры инвестиционного рынка включает мониторинг, анализ и прогнозирование конъюнктуры.

Мониторинг предусматривает текущее наблюдение за инвестиционной активностью. Основное внимание уделяется тем сегментам рынка, в которых осуществляется инвестиционная деятельность. В основе мониторинга лежит постоянное наблюдение за изменением системы показателей, характеризующих спрос, предложение, цены и уровень конкуренции, результаты которого отражаются на графиках, в таблицах, диаграммах и других формах наблюдений.

Анализ текущей конъюнктуры инвестиционного рынка обеспечивает выявление тенденций ее развития на основе исследования особенностей отдельных сегментов и тех изменений, которые происходят на рынке по сравнению с предшествующим периодом. Анализ текущей конъюнктуры рынка предполагает расчет аналитических показателей, характеризующих текущую конъюнктуру на основе информации, собранной в процессе мониторинга, а затем определение предпосылок к изменению текущего конъюнктурного цикла.

Прогнозирование конъюнктуры инвестиционного рынка необходимо для выбора основных направлений стратегии инвестиционной деятельности и формирования инвестиционного портфеля. Основная цель прогноза состоит в определении факторов, в перспективе



определяющих конъюнктуру рынка. Для составления прогноза необходимо определить горизонт прогнозирования, выбрать методы и провести прогнозные расчеты.

Горизонт прогнозирования может быть долгосрочным, среднесрочным и краткосрочным. Долгосрочный прогноз связан с выработкой инвестиционной стратегии и формированием инвестиционного портфеля, включающего крупномасштабные капиталоемкие объекты реального инвестирования. Долгосрочный прогноз может разрабатываться на срок свыше трех лет. Среднесрочный прогноз необходим для корректировки инвестиционной стратегии предприятия, формирования инвестиционного портфеля за счет отдельных не слишком капиталоемких реальных инвестиционных проектов, долгосрочных финансовых инструментов, реинвестирования капитала, вложенного в неэффективные проекты. Среднесрочный прогноз разрабатывается на срок от одного года до трех лет. Краткосрочный прогноз необходим для выработки тактики инвестирования и формирования инвестиционного портфеля за счет различных краткосрочных финансовых инструментов. Такой прогноз составляется на основе учета влияния на конъюнктуру инвестиционного рынка факторов, имеющих кратковременный, случайный характер. Период составления краткосрочного прогноза не превышает одного года.

В современных условиях прогнозирование конъюнктуры инвестиционного рынка осуществляется двумя методами: фундаментальным и техническим. Фундаментальный метод основан на изучении общеэкономических и внутрирыночных факторов, влияющих на спрос, предложение, цены и уровень конкуренции, и определении возможного изменения этих факторов в прогнозируемом периоде. Технический метод основан на распространении выявленной конъюнктурной тенденции на прогнозируемый период. Фундаментальный метод в большей степени используется для долгосрочного и среднесрочного прогнозирования, технический — для краткосрочных прогнозов. Часто эти методы дополняются методом экспертных оценок.

Процесс изучения инвестиционного рынка осуществляется последовательно, как правило, сверху вниз. Сначала осуществляется оценка и прогнозирование макроэкономических показателей развития инвестиционного рынка, затем дается оценка и прогноз инвестиционной привлекательности отраслей, подотраслей экономики и отдельных регионов. С учетом макроэкономических, отраслевых

и региональных прогнозов оценивается инвестиционная привлекательность предприятий.

### 15.2. Макроэкономические показатели развития инвестиционного рынка

Оценка и прогнозирование макроэкономических показателей развития инвестиционного рынка позволяют определить инвестиционный климат в стране и эффективность инвестиционной деятельности на отдельных этапах экономического развития.

Изучение макроэкономических показателей развития инвестиционного рынка начинается с формирования круга первичных показателей, отражающих состояние инвестиционного климата и текущей конъюнктуры. Эти показатели встраиваются в систему мониторинга инвестиционного рынка и охватывают основные параметры, определяющие его макроэкономическое развитие в целом: основные показатели развития рынка капитальных вложений, показатели развития рынка недвижимости и приватизируемых объектов, а также фондового и денежного рынков. Основной информационной базой для осуществления системы мониторинга являются статистические данные. Периодичность построения системы мониторинга зависит от сроков представления и публикации статистической отчетности: один раз в квартал, а по важнейшим показателям — ежемесячно. Результаты организованного постоянного мониторинга накапливаются в табличной или графической форме.

На основе накопленной первичной информации проводится анализ текущей конъюнктуры инвестиционного рынка. С учетом целей и направлений инвестиционной деятельности инвестор строит систему аналитических показателей, характеризующих рынок, определяет показатели динамики, индексы, коэффициенты соотношения и эластичности.

При анализе текущей конъюнктуры инвестиционного рынка важным является выявление общей тенденции динамики и ее связи с фазами экономического развития страны. Известно, что наиболее существенные изменения конъюнктуры происходят при смене фаз циклического развития экономики. Экономический цикл развития включает фазы кризиса, депрессии, оживления и подъема. Характер этих фаз определяет длительные колебания конъюнктуры инвестиционного рынка. Так, фаза кризиса в первую очередь затрагивает

инвестиционную сферу и в наибольшей степени проявляется в ней, так как сжатие объемов производства приводит к резкому сокращению объемов инвестиций. Эта фаза вызывает ослабление конъюнктуры инвестиционного рынка.

Депрессия является нижней точкой кризиса и означает застой в экономике, снижение производства многих видов продукции, остановку отдельных производств, банкротство предприятий. Для этой фазы характерен резкий конъюнктурный спад на инвестиционном рынке.

Фаза оживления начинается с увеличения спроса на инвестиционные товары, постепенного обновления основного капитала и роста реальных капитальных вложений. В результате восстанавливается докризисный объем инвестиционной деятельности и начинается подъем конъюнктуры инвестиционного рынка.

Подъем экономики как наиболее благоприятная фаза экономического цикла развития характеризуется масштабным обновлением основного капитала, резким увеличением активной части основных производственных фондов, что вызывает значительное увеличение объема инвестиционной деятельности. С началом подъема в экономике наступает конъюнктурный бум на инвестиционном рынке.

Фазы, характеризующие состояние экономики и уровень инвестиционной привлекательности, имеют различную продолжительность. В странах с развитой рыночной экономикой продолжительность экономических циклов постоянно снижается и в настоящее время достигает 4—5 лет. В России в связи с крайне низкими темпами научно-технического прогресса, неэффективной структурой производства, обвалом инвестиционной сферы, ограниченностью инвестиционных ресурсов продолжительность фаз циклического развития экономики значительно больше.

Завершает процесс изучения макроэкономических показателей инвестиционного рынка разработка прогноза развития на основе предстоящих изменений условий, влияющих на его деятельность. Информационной базой таких исследований могут являться различные государственные программы развития экономики страны в целом и отдельных сфер экономической деятельности.

Среди факторов и условий, влияющих на развитие инвестиционного рынка, отмечают: прогнозируемая динамика валового внутреннего продукта, национального дохода и объема производства продукции; изменение доли национального дохода, расходуемого на

накопление; изменение налогового регулирования инвестиционной и других видов предпринимательской деятельности; изменение ставки рефинансирования Банка России; развитие приватизационных процессов; развитие фондового рынка; изменение условий получения кредитов; изменения на денежном рынке и т.д.

Оценка и прогнозирование макроэкономических показателей развития инвестиционного рынка являются основой для формирования инвестиционной привлекательности отраслей и подотраслей экономики, а также отдельных регионов.

### 15.3. Инвестиционная привлекательность отраслей экономики и регионов

Основная цель изучения инвестиционной привлекательности отраслей экономики и регионов состоит в обеспечении диверсификации их деятельности, особенно в сфере реального инвестирования. Для инвестора, принимающего инвестиционное решение, важно определить, в какой отрасли и в экономическом регионе с наибольшей эффективностью может быть осуществлен конкретный инвестиционный проект, какие направления инвестиций будут иметь наилучшие перспективы и обеспечат высокий доход на вложенный капитал.

Оценка и прогнозирование инвестиционной привлекательности отраслей экономики и регионов осуществляются теми же методами и в той же последовательности, что и на макроэкономическом уровне (мониторинг системы информативных показателей; построение системы аналитических показателей, их анализ и оценка; прогнозирование инвестиционной привлекательности).

При оценке и прогнозировании инвестиционной привлекательности отраслей экономики важно учитывать роль отдельных отраслей в экономике страны, перспективность и эффективность их развития, степень государственной поддержки этого развития, уровень инвестиционных рисков, характерных для различных отраслей, и другие синтетические (обобщающие) показатели. Каждый из синтетических показателей оценивается по совокупности входящих в него аналитических составляющих, расчет которых основан на статистических данных и прогнозных оценках.

При оценке уровня эффективности деятельности отрасли в качестве аналитического показателя может быть принят уровень

прибыльности используемых активов. Он рассчитывается как отношение прибыли от реализации продукции (или балансовой прибыли) к общей сумме используемых активов. Кроме того, должны учитываться фактор инфляции, политика налогообложения продукции и прибыли, уровень затрат, отпускные цены на продукцию и другие факторы.

Перспективность развития отрасли как один из важнейших критериев оценки инвестиционной привлекательности изучается на основе показателей доходности и риска, направлений, темпов и форм приватизации, оценки уровня экспортного потенциала продукции и уровня ее ценовой защищенности от импорта, инфляционной защищенности производимой продукции и т.д. Оценка уровня перспективности развития отрасли ведется по следующим аналитическим показателям: значимость отрасли в экономике (фактическая и прогнозируемая доли продукции в валовом внутреннем продукте с учетом структурной перестройки экономики); устойчивость отрасли к экономическому спаду в экономике в целом (показатели соотношения динамики объема производства отрасли и ВВП страны); социальная значимость отрасли (показатель численности занятых работников); обеспеченность перспектив роста собственными финансовыми ресурсами (объем и удельный вес капитальных вложений за счет собственных средств отрасли, доля собственного капитала в используемых активах).

Степень государственной поддержки развития отрасли характеризуется такими аналитическими показателями, как объемы государственных капитальных вложений и государственного кредитования, налоговые льготы и т.п.

Аналитическими показателями оценки уровня инвестиционных рисков отрасли являются: уровень внутренней конкуренции (общее число предприятий, в том числе занимающих монопольное положение на рынке); уровень инфляционной устойчивости продукции (показатель соотношения динамики уровня цен на основную продукцию и индекса оптовых цен по стране); уровень социальной напряженности (показатель среднего уровня заработной платы работников в сопоставлении с реальным уровнем прожиточного минимума в стране) и др.

В процессе оценки и прогнозирования инвестиционной привлекательности отраслей важно учитывать их жизненный цикл, состоящий из фаз рождения, роста, расширения, зрелости и спада.

Фаза рождения характеризует разработку и внедрение принципиально новых видов товаров и услуг, потребность в которых вызывает строительство новых предприятий, составляющих в дальнейшем самостоятельную подотрасль, а затем и отрасль. Для данной фазы характерны значительные объемы инвестиций, минимальная прибыль и отсутствие дивидендных выплат по акциям.

Фаза роста связана с признанием потребителями новых видов товаров, быстрым ростом спроса на них. На этой фазе инвестирование ведется высокими темпами, растут прибыли предприятия, осуществляются выпуски акций, а дивиденды зачастую выплачиваются в виде дополнительных акций.

Фаза расширения является периодом между высокими темпами роста числа новых предприятий в отрасли и стабилизацией этого роста. На этой стадии продолжается инвестирование в новое строительство, но основной объем инвестиций направляется на расширение имеющихся производственных объектов, стабилизируется рост числа новых предприятий, продолжается эмиссия новых выпусков акций, начинается выплата дивидендов наличными деньгами. Однако основное направление в дивидендной политике в этот период предполагает выплату дивидендов в виде дополнительных акций и дробление уже имеющихся акций.

Фаза зрелости определяет период наибольшего объема спроса на товары отрасли, совершенствования качественных характеристик выпускаемой продукции. Основной объем инвестиций направляется на модернизацию оборудования и техническое перевооружение производства. Это одна из самых продолжительных стадий жизненного цикла отрасли. Для товаров постоянного спроса, не подверженных влиянию научно-технического прогресса, фаза зрелости является последней в жизненном цикле (например, отрасли сельскохозяйственного производства, сырьевой промышленности и т.п.). Предприятия отраслей, находящихся в фазе зрелости, получают максимальные размеры прибыли, выплачивают высокие дивиденды наличными деньгами.

Фаза спада завершает жизненный цикл отрасли и характеризует период резкого уменьшения спроса на продукцию в связи с развитием новых отраслей, товары которых заменяют устаревшие. Обычно эта стадия характерна для отраслей, продукция которых в значительной степени подвержена влиянию научно-технического прогресса.

Смена стадий жизненного цикла отраслей связана главным образом с политикой структурной перестройки экономики, направленной

ной на внедрение новейших достижений науки и техники, обеспечение конкурентоспособности собственного производства на мировом рынке, повышение сбалансированности экономики, ускоренное развитие отраслей, увеличивающих экспортный потенциал, повышение социальной ориентации производства, уменьшение энергоемкости, развитие межотраслевой кооперации и т.п.

При оценке и прогнозировании инвестиционной привлекательности регионов должны учитываться особенности государственной региональной политики, обеспечивающие эффективное развитие отдельных регионов на базе рационального использования разнообразных экономических возможностей каждого региона, оптимальной их интеграции, разделения труда и взаимной кооперации.

Каждый из регионов имеет ряд специфических особенностей, влияющих на инвестиционную привлекательность. К важнейшим характеристикам, определяющим решение инвестора о вложении капитала, относятся: наличие квалифицированных кадров; развитие транспортной, информационной и эффективной управленческой инфраструктуры в регионе; уровень рентабельности капитала, сложившийся в регионе по различным направлениям инвестиционной деятельности, и уровень рисков, связанных с ней.

Существующие риски делятся на две группы. Первая группа связана с производственно-маркетинговой цепочкой, вторая — с уровнем криминогенной ситуации, эффективностью сопровождения инвестиционного проекта, управленческой инфраструктурой региона.

Синтетическими (обобщенными) показателями оценки инвестиционной привлекательности регионов могут являться: уровень их общеэкономического развития; степень развития инвестиционной инфраструктуры; демографическая характеристика; уровень развития рыночных отношений и коммерческой инфраструктуры; степень экологических, криминогенных и других видов рисков.

При оценке уровня общеэкономического развития региона изучаются потенциальная потребность в объемах инвестирования, возможность формирования инвестиционных ресурсов за счет собственных источников, емкость регионального рынка, рентабельность капитала по различным направлениям инвестиционной деятельности. В состав аналитических показателей, используемых для такой оценки, могут входить, например: удельный вес региона в ВВП; объем промышленной продукции на душу населения; средний уровень заработной платы работников; объем и динамика капитальных вложе-

ний на одного жителя; число предприятий всех форм собственности; удельный вес убыточных предприятий в общем количестве работающих предприятий; уровень самообеспеченности основными продуктами питания; объем производства отдельных видов сельскохозяйственной продукции на душу населения и др.

При оценке уровня развития инвестиционной инфраструктуры региона исследуются возможности быстрой реализации инвестиционных проектов. При этом могут рассматриваться такие показатели, как число подрядных строительных предприятий всех форм собственности, объемы местного производства основных видов строительных материалов, производство энергетических ресурсов на душу населения, плотность железнодорожных путей сообщения, плотность автомобильных дорог с твердым покрытием и др.

В основе оценки демографической характеристики региона лежат изучение потенциального объема спроса населения на потребительские товары и услуги, возможности привлечения квалифицированной рабочей силы в инвестируемые производства. К числу анализируемых показателей относятся: удельный вес населения региона в общей численности жителей страны (республики); соотношение городских и сельских жителей; удельный вес населения, занятого на предприятиях всех форм собственности; уровень квалификации работников, занятых в общественном производстве, и др.

Уровень развития рыночных отношений и коммерческой инфраструктуры региона оценивается на основе реальных процессов, ведущих к развитию рыночных реформ и созданию предпринимательского климата, а также отношения органов самоуправления к этим процессам. Для такой оценки могут использоваться удельный вес приватизированных предприятий в общем числе, удельный вес предприятий негосударственной формы собственности в общем количестве, количество совместных с зарубежными партнерами предприятий, число банковских учреждений, страховых компаний, бирж и др.

При оценке уровня экологических, криминогенных и прочих рисков изучается степень безопасности инвестиционной деятельности в регионе. В этих целях анализируются: удельный вес предприятий с вредными выбросами, превышающими предельно допустимые нормы, в общем количестве промышленных предприятий в регионе; средний радиационный фон в городах; уровень экономических преступлений в расчете на 100 тыс. жителей; удельный вес незавершенных строительных объектов в общем количестве начатых и др.



Конечным результатом оценки и прогнозирования инвестиционной привлекательности отраслей и регионов являются группировка и ранжирование соответствующих отраслей и регионов по степени их привлекательности.

Ранжирование осуществляется на основе количественной оценки синтетических (обобщенных) показателей. Формирование каждого синтетического показателя по отдельным отраслям и регионам производится по совокупности входящих в их состав аналитических показателей. При этом должна учитываться различная степень значимости отдельных аналитических показателей, которая устанавливается экспертным путем. На основе количественной оценки групп синтетических показателей рассчитывается интегральный показатель инвестиционной привлекательности отраслей и регионов. Поскольку отдельные синтетические показатели играют разную роль в принятии инвестиционных решений, интегральный показатель оценки рассчитывается путем суммирования произведений рангового значения каждого синтетического показателя на его значимость в принятии инвестиционных решений (в процентах).

По значениям рассчитанного интегрального показателя может быть определено место отрасли или региона в экономике в зависимости от уровня инвестиционной привлекательности. С этой целью отрасли и регионы могут ранжироваться по группам: сверхпривлекательные; с достаточно высокой инвестиционной привлекательностью; среднепривлекательные; малопривлекательные.

#### 15.4. Инвестиционная привлекательность предприятий

Заключительным этапом изучения инвестиционного рынка являются анализ и оценка инвестиционной привлекательности предприятий как потенциальных объектов инвестирования. Такая оценка проводится инвестором для определения целесообразности капитальных вложений в новое строительство, расширение, реконструкцию или техническое перевооружение действующих предприятий, выбора альтернативных объектов приватизации, поиска приемлемых инвестиционных проектов в сфере недвижимости, покупки акций отдельных предприятий и т.п.

Развитие предприятия происходит последовательно во времени, в комбинации циклов различных продуктов его деятельности. Этот цикл можно разделить на периоды с разными оборотами и прибы-

лю: детство (небольшой рост оборота, отрицательные финансовые результаты); юность (быстрый рост оборота, первая прибыль); зрелость (замедление роста оборота, максимальная прибыль); старость (оборот и прибыль падают). Общий период жизненного цикла предприятия определяется примерно в 20–25 лет, после чего оно прекращает свое существование или возрождается на новой основе с новым составом владельцев и менеджеров.

Понятие цикла жизни предприятия позволяет определить различные проблемы, которые возникают при его развитии, и оценить его инвестиционную привлекательность.

В период детства предприятие сталкивается главным образом с проблемами выживания в виде трудностей с денежными средствами, когда нужно найти краткосрочные средства финансирования, а также источники инвестиций для будущего развития. В период юности первая прибыль позволяет предприятию переориентироваться с рентабельности на экономический рост. Теперь для поддержания экономического роста ему необходимы среднесрочные и долгосрочные источники. В период зрелости предприятие старается извлечь максимум прибыли из производственного, технического и коммерческого потенциалов. Способность к самофинансированию при этом довольно значительна. Учитывая старение товаров, менеджеры предприятия должны найти новые возможности развития путем осуществления промышленных инвестиций или финансового участия, например в деятельности другого предприятия. В этом случае происходит постепенное преобразование предприятия в холдинг, т.е. в финансовое предприятие, занимающееся управлением портфелем ценных бумаг.

Наиболее инвестиционно привлекательными считаются предприятия, находящиеся в процессе роста на первых двух стадиях жизненного цикла. Предприятия в стадии зрелости также являются инвестиционно привлекательными в ранних периодах, пока не достигнута наивысшая точка экономического роста. В дальнейшем инвестирование целесообразно, если продукция предприятия имеет достаточно высокие маркетинговые перспективы, а объем инвестиций в модернизацию и техническое перевооружение относительно невелик и вложенные средства могут окупиться в кратчайшие сроки. На стадии старости инвестирование, как правило, нецелесообразно, за исключением случаев, когда намечается масштабная диверсификация продукции, реперофилирование предприятия. При этом возможна не-

которая экономия инвестиционных ресурсов по сравнению с новым строительством.

Определение стадии жизненного цикла предприятия осуществляется в результате динамического анализа показателей объема продукции, общей суммы активов, размера собственного капитала и прибыли за ряд последних лет. По темпам их изменения можно судить о стадии жизненного цикла предприятия. Наиболее высокие темпы прироста показателей характерны для стадий юности и ранней зрелости. Стабилизация показателей происходит на стадии окончательной зрелости, а снижение — на стадии старости.

Оценка инвестиционной привлекательности предприятия предполагает также проведение финансового анализа их деятельности. Его цель состоит в оценке ожидаемой доходности инвестируемых средств, сроков их возврата, а также в выявлении наиболее значимых по финансовым последствиям инвестиционных рисков.

Оценка финансовой деятельности предприятия производится в процессе анализа системы взаимосвязанных показателей, характеризующих эффективность финансовой деятельности с точки зрения соответствия стратегическим целям бизнеса, в том числе инвестиционным. Важнейшие результаты, характеризующие единство тактических и стратегических целей развития предприятия, выявляются при анализе оборачиваемости активов, прибыльности капитала, финансовой устойчивости и ликвидности активов.

Эффективность инвестирования в значительной степени определяется тем, насколько быстро вложенные средства оборачиваются в процессе деятельности предприятия. Хотя на длительность оборота используемых активов оказывают влияние многочисленные внешние факторы, показатель оборачиваемости активов в значительной степени определяется внутренними условиями деятельности предприятия — эффективностью маркетинговой, производственной и финансовой стратегии и тактики.

Для анализа и оценки оборачиваемости активов применяются следующие показатели.

1. Коэффициент оборачиваемости всех используемых активов ( $KO_a$ ) рассчитывают как соотношение объема реализации продукции (товаров, услуг) к средней стоимости используемых активов. Средняя стоимость используемых активов рассчитывается за тот же период, что и объем реализации продукции (по средней арифметической или средней арифметической взвешенной).

2. Коэффициент оборачиваемости текущих активов ( $КО_{та}$ ) рассчитывают как соотношение объема реализации продукции (товаров, услуг) к средней стоимости текущих активов.

3. Продолжительность оборота используемых активов ( $ПО_a$ ) рассчитывают как соотношение числа дней в периоде к коэффициенту оборачиваемости всех используемых активов (число дней в периоде берется равным 360 в году или 90 в квартале).

4. Продолжительность оборота текущих активов ( $ПО_{та}$ ) рассчитывают как соотношение числа дней в периоде к коэффициенту оборачиваемости текущих активов (число дней в периоде берется равным 90).

Снижение в динамике коэффициента оборачиваемости активов (или рост продолжительности их оборота) свидетельствует о негативных тенденциях в развитии предприятия, так как вызывает необходимость дополнительного привлечения средств для текущей деятельности. Объем дополнительно инвестируемых средств ( $ОИ_d$ ) рассчитывают как произведение объема реализации продукции на разницу между продолжительностью оборота активов в отчетном и предшествующем периодах, деленное на число дней в периоде.

Одной из главных целей инвестирования является получение максимальной прибыли при использовании вложенных средств. Для выявления потенциальных возможностей формирования прибыли в сопоставлении с вложенным капиталом используют ряд показателей.

1. Прибыльность всех используемых активов ( $П_a$ ) рассчитывают как соотношение суммы чистой прибыли (после уплаты налогов) к средней сумме используемых активов.

2. Прибыльность текущих активов ( $П_{та}$ ) рассчитывают как соотношение суммы чистой прибыли к средней сумме текущих активов.

3. Рентабельность основных фондов ( $Р_{оф}$ ) рассчитывают как соотношение суммы чистой прибыли к средней стоимости основных фондов.

4. Прибыльность реализации продукции ( $ПР$ ) рассчитывают как соотношение суммы чистой прибыли к объему реализованной продукции.

5. Показатель прибыльности ( $П$ ) рассчитывают как соотношение суммы валовой (балансовой) прибыли (до уплаты налогов и процентов за кредит) к разнице между средней суммой используемых активов и суммой нематериальных активов. Показатель прибыльности

используется для сравнения инвестиционных объектов с различным уровнем налогообложения прибыли (доходов).

6. Рентабельность собственного капитала ( $P_{ск}$ ) рассчитывают как соотношение суммы чистой прибыли к сумме собственного капитала. Показатель рентабельности собственного капитала характеризует эффективность его использования в составе совокупных активов предприятия.

Анализ финансовой устойчивости дает возможность оценить инвестиционный риск, связанный со структурой формирования инвестиционных ресурсов предприятия, и обеспечить оптимальность источников финансирования текущей производственной деятельности. Для оценки финансовой устойчивости предприятия используют ряд показателей.

1. Коэффициент автономии (КА) рассчитывают как соотношение суммы собственного капитала к сумме всех используемых активов. Коэффициент автономии показывает, в какой степени используемые предприятием активы сформированы за счет собственного капитала.

2. Коэффициент соотношения заемных и собственных средств (КС) рассчитывают как соотношение суммы используемых заемных средств к сумме собственных активов.

3. Коэффициент долгосрочной задолженности (КД) рассчитывают как соотношение суммы долгосрочной задолженности (свыше одного года) к сумме всех используемых активов.

Оценка ликвидности позволяет определить способность предприятия платить по краткосрочным обязательствам текущими активами, предотвращая возможное банкротство. Состояние ликвидности активов характеризует уровень инвестиционных рисков в краткосрочном периоде. В качестве базового показателя можно использовать коэффициент текущей ликвидности (КТЛ), который рассчитывается как соотношение суммы текущих активов к сумме текущей (краткосрочной) задолженности.

Для анализа ликвидности активов используют ряд показателей.

1. Коэффициент абсолютной ликвидности (КАЛ) определяется как соотношение суммы денежных средств и краткосрочных финансовых вложений к сумме текущей (краткосрочной) задолженности.

2. Коэффициент срочной ликвидности (КСЛ) определяется как соотношение сумм денежных средств, краткосрочных финансовых

вложений и дебиторской задолженности к сумме текущей (краткосрочной) задолженности.

3. Коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности ( $K_{од}$ ) определяется как соотношение объема реализации продукции с последующей оплатой к средней сумме дебиторской задолженности.

4. Период оборота дебиторской задолженности ( $P_{од}$ ) определяется как соотношение числа дней в периоде к коэффициенту оборачиваемости дебиторской задолженности.

## **Глава 16.** Понятие и этапы формирования инвестиционной стратегии предприятия

---

### **16.1.** Понятие инвестиционной стратегии и ее факторов

Инвестиционная стратегия — это комплекс долгосрочных целей в области капиталовложений и вложений в финансовые активы, развития производства, формирования оптимальной структуры инвестирования, а также совокупность действий по их достижению. В общем виде инвестиционная стратегия реализуется в разработке плана и программы его осуществления на данном этапе развития предприятия. Инвестиционная стратегия предприятия формируется с учетом существующих источников и форм инвестирования, их доступности и потенциальной эффективности использования.

Предпосылкой формирования инвестиционной стратегии является общая стратегия экономического развития предприятия, по отношению к которой инвестиционная стратегия носит подчиненный характер. Управление инвестиционной деятельностью осуществляется в процессе формирования инвестиционного портфеля. Это формирование относится к среднесрочному управлению, которое завершается реализацией отдельных инвестиционных программ и проектов.

Инвестиционная стратегия предусматривает достижение следующих целей:

- максимизации прибыли от инвестиционной деятельности;
- минимизации инвестиционных рисков.

Для этого необходимо организовать:

- исследование внешней инвестиционной среды и прогнозирование конъюнктуры инвестиционного рынка;
- технические и маркетинговые исследования;

- поиск новых, более прибыльных инвестиционных возможностей;
- оценку привлекательности инвестиционных проектов и финансовых инструментов с отбором наиболее эффективных из них;
- разработку капитального бюджета;
- формирование оптимальной структуры инвестирования.

На выбор инвестиционной стратегии предприятия влияет ряд факторов. К их числу относится общая стратегия развития, которая предусматривает:

- проникновение на рынок и обеспечение выживаемости при убыточной деятельности;
- закрепление на рынке и обеспечение безубыточной деятельности;
- существенное расширение своего сегмента на рынке и обеспечение систематического роста прибыли с выходом на оптимальный уровень;
- диверсификация деятельности и обеспечение сбалансированного роста прибыли на оптимальном уровне;
- обеспечение стабилизации объема деятельности путем сохранения прибыли, платежеспособности и финансовой устойчивости;
- обновление форм и направлений деятельности, обеспечение условий для высоких темпов роста прибыли.

Финансовое состояние предприятия, уровень технического и организационного потенциала определяют его конкурентную позицию на рынке сбыта. Наличие временно свободных денежных средств позволяет предприятию инвестировать их в долгосрочные, среднесрочные и краткосрочные реальные и финансовые активы.

Таким образом, разработка инвестиционной стратегии позволяет принимать эффективные управленческие решения, связанные с развитием предприятия в условиях изменения внешних и внутренних факторов.

## 16.2. Этапы формирования инвестиционной стратегии предприятия

Разработка инвестиционной стратегии предприятия предусматривает следующие этапы:

- 1) определение периода формирования инвестиционной стратегии;

- 2) выбор стратегических целей инвестиционной деятельности;
- 3) определение направлений инвестирования и источников финансирования;
- 4) конкретизацию инвестиционных программ и сроков;
- 5) оценку разработанной инвестиционной стратегии;
- 6) пересмотр стратегии в зависимости от изменения внешних условий и состояния предприятия.

Продолжительность первого этапа зависит от общего состояния экономики и развития рынка. В условиях нестабильной экономики прогнозы развития предприятий не превышают 3—5 лет. В странах с развитой экономикой крупнейшие компании прогнозируют свою деятельность на 10—15 лет. Сроки разработки инвестиционной стратегии не должны выходить за рамки периода общей стратегии. Отраслевая принадлежность также влияет на период инвестиционной стратегии: наибольший срок характерен для институциональных инвесторов (5—10 лет), наименьший — для предприятий сферы производства потребительских товаров, розничной торговли и услуг (3—5 лет). Крупные компании прогнозируют результаты своей деятельности на более длительный срок, чем небольшие.

В самом общем виде определение инвестиционных целей предприятия (второй этап процесса) направлено на увеличение капитала, повышение текущего дохода, обеспечение ликвидности и сохранности капитала, возможный контроль над предприятием-эмитентом.

Увеличение капитала в долгосрочной перспективе осуществляется путем инвестирования в реальные проекты и финансовые инструменты, стоимость которых в будущем возрастет, в результате чего инвестор получит дополнительные средства.

При формировании инвестиционной программы в нее следует включать проекты с высокой текущей доходностью, обеспечивающие поддержание постоянной платежеспособности предприятия. Кроме того, часть текущих доходов может быть капитализирована для сохранения оптимальной структуры инвестиционного портфеля. При этом необходимо четко определить минимум прибыли, которую инвестор хотел бы получить.

Для сохранения капитала при инвестировании средств необходимо минимизировать риск потери доходов, который приходится постоянно контролировать. Для обеспечения управляемости инвестиций, возможности быстрого реинвестирования капитала в более выгодные проекты инвестиционный портфель должен иметь высо-



коликвидный характер, при необходимости быстро и с минимальными потерями превращаясь в деньги. Уровень ликвидности инвестиций зависит от экономического климата в государстве, конъюнктуры инвестиционного рынка и специфики инвестиционной деятельности предприятия.

Учитывая альтернативность некоторых целей инвестирования, предприятие-инвестор определяет их приоритеты, руководствуясь общими стратегическими целями своего развития.

Основные цели инвестиционной стратегической политики должны отражаться в соответствующих критериальных показателях: нормативных значениях минимальных темпов роста капитала, минимальном уровне текущей доходности, максимальном уровне инвестиционного риска, минимальной по капиталоемкости доле высоколиквидных проектов и др. Эти показатели в дальнейшем используют при формировании инвестиционного портфеля и отборе конкретных проектов и финансовых инструментов.

Третий этап включает определение направлений инвестиционной деятельности и формирование источников инвестиционных ресурсов.

Разработка направлений инвестиционной деятельности осуществляется путем выбора соотношения различных форм инвестирования на разных этапах деятельности, определения отраслевой и региональной направленности вложений.

На соотношение форм инвестирования влияют различные факторы, среди которых отметим:

- общее состояние экономики и конъюнктуры инвестиционного рынка. В условиях нестабильной рыночной экономики инвесторы предпочитают вкладывать ресурсы в финансовые активы, особенно в краткосрочные;

- функциональную направленность предприятия. Институциональные инвесторы работают преимущественно на фондовом рынке и вкладывают ресурсы в фондовые инструменты. Предприятия производственной сферы инвестируют в производственные активы;

- зависимость от жизненного цикла предприятия. На ранних стадиях развития инвестирование имеет преимущественно производственный характер, на стадиях зрелости — финансовый;

- размер предприятия: малые и средние предприятия инвестируют в основном в реальные активы, крупные — в финансовые.

Определение отраслевой направленности инвестиций предполагает оценку различных вариантов вложения средств. Отраслевой вариант концентрации инвестиционной деятельности позволяет предприятию контролировать большие сегменты рынка и быстро достигать успеха, но он связан с высоким уровнем риска. Диверсификационный вариант предполагает размещение вложений в рамках одной отрасли или группы взаимосвязанных отраслей (например, в сельское хозяйство, легкую и пищевую промышленность). Это позволяет существенно расширить контролируемый сегмент рынка и снизить риск вложения капиталов. Возможна диверсификация вложений и в не связанные между собой отрасли производства. В результате выбора отраслей с разными стадиями жизненного цикла и значительными колебаниями конъюнктуры на продукцию заметно снижается уровень инвестиционных рисков.

Определение региональной направленности инвестиционной деятельности связано с размером и продолжительностью деятельности предприятия. Малые и средние предприятия действуют в пределах своего региона. Межрегиональную диверсификацию инвестиционной деятельности может позволить только крупное предприятие.

Формирование инвестиционных ресурсов осуществляется путем прогнозирования их общей потребности, определения источников и методов финансирования отдельных программ и проектов, оптимизации структуры источников.

Прогнозирование общей потребности в инвестиционных ресурсах заключается в определении объема реальных (производственных) и финансовых инвестиций.

Источники формирования инвестиционных ресурсов могут быть собственными, заемными и привлеченными. К собственным источникам относятся прибыль и амортизационные отчисления. Среди заемных источников важную роль играют кредиты банков, выпуск облигаций, а также использование лизинга.

К привлеченным источникам относятся средства от размещения акций и дополнительные паевые взносы в уставный фонд предприятия.

Методы финансирования отдельных инвестиционных программ и проектов включают: полное самофинансирование (для небольших проектов и финансовых инвестиций); акционирование (для крупных проектов или региональной диверсификации инвестиционной деятельности); кредитование (для проектов с высокой нормой прибыли);

лизинг (для проектов с небольшим периодом эксплуатации или быстроменяемой технологией); смешанное соотношение всех источников.

Оптимизация источников формирования инвестиционных ресурсов заключается в установлении оптимальных пропорций внутренних (собственных) и внешних (заемных и привлеченных) источников финансирования с целью высокой финансовой устойчивости предприятия и максимизации прибыли.

Четвертый этап — конкретизация инвестиционных программ и сроков предусматривает наличие средств и готовность предприятия к осуществлению проекта.

Инвестиционная программа корректируется с учетом этих факторов и обеспечивает согласованность реализации отдельных проектов и формирование финансовых ресурсов.

Оценка разработанной инвестиционной стратегии на пятом этапе осуществляется на основе ряда критериев. К ним относятся:

- согласованность с общей стратегией развития предприятия по целям, этапам и срокам реализации;
- внутренняя сбалансированность целей, направлений и последовательности осуществления инвестиционной политики;
- согласованность с внешней средой (развитием страны, инвестиционным климатом);
- реализуемость с учетом имеющихся ресурсов (финансовых, кадровых, сырьевых и технологических);
- приемлемость уровня инвестиционных рисков;
- финансовая, производственная и социальная результативность.

Пересмотр и корректировка стратегии (шестой этап) ведутся на основе мониторинга за отдельными направлениями инвестиционной политики и постоянно меняющимися внутренними и внешними условиями деятельности.

## **Глава 17. Бизнес-план инвестиционного проекта**

---

### **17.1. Прединвестиционные исследования**

Под инвестиционным проектированием понимается комплекс работ, целью которого является эффективное вложение финансовых и материальных ресурсов в объекты предпринимательской или иной деятельности. Вложение ресурсов в капитальное строительство относится к реальным инвестициям. Они осуществляются на основе

комплексного плана мероприятий — инвестиционного проекта, направленного на создание нового и модернизацию действующего производства товаров и услуг. Инвестиционный проект содержит обоснование экономической целесообразности, объема и сроков осуществления капитальных вложений, в том числе необходимую проектно-сметную документацию, разработанную и утвержденную в соответствии с законодательством Российской Федерации и принятыми стандартами (нормами и правилами).

Развитие инвестиционного проекта от первоначальной идеи до реализации называется циклом инвестиционного проекта. В соответствии с международной практикой инвестиционный цикл делят на ряд фаз и стадий, что позволяет последовательно наращивать усилия, заранее исключать неэффективные идеи и экономить трудовые, материальные и финансовые ресурсы.

В современных условиях цикл инвестиционного проекта включает три фазы:

- 1) прединвестиционная;
- 2) инвестиционная;
- 3) эксплуатационная (операционная).

Прединвестиционная фаза содержит следующие стадии:

- анализ возможностей (поиск инвестиционной концепции);
- подготовка обоснования проекта (предварительного и окончательного);
- оценка проекта и принятие решения об инвестировании.

Инвестиционная фаза состоит из следующих стадий:

- определение юридической, финансовой и организационных основ проекта;
- приобретение и передача технологии;
- детальное проектирование, контрактация;
- строительство;
- предпроизводственный маркетинг;
- набор и обучение персонала;
- ввод объекта в эксплуатацию.

Отличительной особенностью инвестиционной фазы является то, что она требует больших затрат, вместе с тем проект еще не может развиваться за счет собственных поступлений, ему необходимо внешнее финансирование.

Эксплуатационная фаза, называемая производственной или операционной, включает собственно производство продукции и услуг с операционными издержками, а также поступлением выручки.

Из выручки возмещаются текущие затраты и формируется прибыль. Чистая прибыль и амортизационные отчисления представляют собой реальные деньги, за счет которых осуществляется возмещение инвестиционных затрат и формирование прибыли на вложенный капитал. На эксплуатационной фазе возникают проблемы, связанные с применением технологии, работой оборудования или недостаточной производительностью труда из-за нехватки квалифицированного персонала. С целью устранения этих недостатков и привлечения дополнительных капиталов должен быть разработан проект реабилитации, который включает:

- стадию диагностирования;
- краткосрочные мероприятия по реабилитации, не требующие больших затрат;
- долгосрочные мероприятия, требующие больших затрат;
- оценку проекта реабилитации и увеличение финансирования;
- реабилитационную деятельность.

Прединвестиционная фаза составляет основу инвестиционной и эксплуатационной фаз. Чем детальнее проведены прединвестиционные исследования, тем реже возникает необходимость пересматривать и уточнять последующие действия. Пересмотр же принятых решений ведет к задержкам в осуществлении проекта, увеличению затрат и снижению его рентабельности. Должный уровень проведения прединвестиционных исследований, отсутствие ошибок и срывов в инвестиционной фазе определяют успех или неудачу в третьей фазе — производственной.

В прединвестиционной фазе качество обоснования проекта играет большую роль, чем фактор времени. На прединвестиционной фазе закладываются основы для успешного осуществления следующих фаз инвестиционного цикла. По данным различных источников стоимость этой фазы может составлять от 1 до 3% стоимости объекта для крупных проектов и до 5% для средних и мелких проектов.

Рассмотрим подробно содержание стадий прединвестиционной фазы.

Стадию анализа возможностей (поиска инвестиционной концепции) можно разбить на следующие этапы:

- определение инвестиционных возможностей;
- анализ общих возможностей;
- анализ возможностей конкретного проекта.

Определение инвестиционных возможностей связано с поиском направления инвестирования. С этой целью в международной прак-

тике используются рекомендации ЮНИДО, содержащие классификацию исходных посылок для поиска инвестиционных концепций предприятиями самого разного профиля:

- наличие полезных ископаемых или иных природных ресурсов, пригодных для переработки и производственного использования;

- возможности и традиции существующего сельскохозяйственного производства, определяющие потенциал его развития и круг проектов, которые могут быть реализованы на предприятиях агропромышленного комплекса;

- оценки возможных сдвигов в величине и структуре спроса под влиянием демографических или социально-экономических факторов или в результате появления на рынке новых типов товаров;

- структура и объем импорта, которые могут стать толчком для рождения проектов, направленных на создание импортозамещающих производств;

- опыт и тенденции развития структуры производства в других странах, особенно со сходными уровнями социально-экономического развития и аналогичными ресурсами;

- потребности отраслей в рамках отечественной или мировой экономики;

- информация о планах увеличения производства в отраслях или растущем спросе на мировом рынке на производимую продукцию;

- возможности диверсификации производства на единой сырьевой базе;

- увеличение масштабов производства для экономии издержек при массовом выпуске изделий;

- общеэкономические условия (создание правительством особо благоприятного климата, улучшение возможностей для экспорта в результате изменения обменных курсов национальных валют и др.).

На такой основе можно сформулировать лишь очень укрупненную идею инвестиционного проекта. Для анализа направления используются укрупненные данные с использованием государственной статистики или общедоступной информации. Если концепция проекта будет одобрена, можно тратить средства на сбор и подготовку более детальной информации.

Определив направления инвестирования, переходят к более углубленному анализу общих возможностей, который включает:

- региональный анализ (исследование инвестиционных возможностей в конкретном районе);

- отраслевой анализ (исследование инвестиционных возможностей в данной отрасли);
- ресурсный анализ (выявление возможностей использования природных ресурсов).

Определение инвестиционных направлений и анализ возможностей носят общий характер и основаны главным образом на обобщенных оценках. Данные о затратах и доходах обычно берутся из аналогичных существующих проектов. Цель таких исследований не только в определении направлений инвестирования, но и в привлечении внимания потенциальных инвесторов к конкретным инвестиционным предложениям.

На базе проведенного исследования формируется конкретное инвестиционное предложение, которое трансформируется в инвестиционный проект. Информация о нем должна содержать следующие сведения:

- цель проекта;
- характер производства, общие сведения о применяемой технологии, виде производимой продукции (работ, услуг);
- период начала и завершения реализации проекта, продолжительность расчетного периода;
- сведения об экономической ситуации (прогнозируемый индекс инфляции и изменения цен на ресурсы и продукт, прогноз изменения курса валют, сведения о налогообложении);
- продолжительность строительства;
- объем капиталовложений;
- выручка от реализации продукции по годам осуществления проекта.

Все данные могут приводиться в текущих ценах и определяться экспертно или по аналогам. Основная цель анализа проекта — выявление потенциальных выгод от его осуществления. На этапе анализа конкретного проекта осуществляются:

- инновационный, патентный и экологический анализы технических решений;
- проверка необходимости выполнения сертификационных требований;
- предварительное согласование инвестиционного замысла с федеральными, региональными и отраслевыми приоритетами;
- предварительный отбор потенциальных участников реализации проекта.

Стадия анализа возможностей заканчивается общим собранием участников проекта, на котором осуществляются:

- подписание предварительного соглашения (протокола о намерениях) о создании компании (консорциума и др.) для осуществления проекта;
- принятие решения о составлении инвестиционного бизнес-плана;
- составление и подписание плана подготовки и финансирования обоснования проекта.

Вторая стадия прединвестиционной фазы — подготовка обоснования проекта включает три этапа:

- 1) предварительное обоснование;
- 2) вспомогательные исследования;
- 3) составление бизнес-плана.

Предварительное обоснование проекта необходимо для крупномасштабных и сложных проектов, решения по которым не могут быть приняты на стадии предварительного исследования. На второй стадии исследования должны использоваться реальные исходные данные, в том числе по схемам финансирования. Структура предварительного инвестиционного бизнес-плана должна совпадать со структурой подробного бизнес-плана. На стадии предварительного обоснования обязательно производится обзор имеющихся альтернатив и главных составляющих исследования. Предварительный бизнес-план следует рассматривать как промежуточный этап между исследованием благоприятствующих проекту факторов и детальным бизнесом.

Именно на стадии предварительного обоснования определяют достаточность информации для принятия решения по инвестициям или необходимость проведения вспомогательных исследований.

Вспомогательные исследования проводят по следующим вопросам:

- дополнительное изучение рынка сырья, материалов и продукции;
- лабораторные и экспериментальные испытания;
- изучение мест размещения (в частности, анализ транспортных расходов);
- анализ техногенного и экономического воздействия на окружающую среду;
- исследование оптимальности масштабов производства;
- выбор оборудования и др.

Каждый из этапов — предварительное обоснование и вспомогательные исследования — также завершаются общим собранием уча-



стников проекта, где принимаются решения о продолжении или прекращении работ над проектом.

Завершающим этапом является разработка окончательного обоснования в форме развернутого инвестиционного бизнес-плана, в котором определяются и анализируются все важнейшие аспекты, связанные с будущим производством, а также рассматриваются альтернативные варианты. Этап разработки бизнес-плана заканчивается общим собранием участников проекта, на котором:

- утверждается (или отвергается) бизнес-план проекта;
- принимается решение о финансировании проекта и привлечении внешних инвесторов;
- подписываются документы об организации совместной компании;
- выбирается учреждение для независимой оценки проекта.

Последняя стадия прединвестиционной фазы — оценка проекта и принятие решения об инвестировании состоит из этапов составления оценочного отчета и поддержки инвестиционного проекта.

Оценка проекта проводится отечественной, зарубежной или международной финансовой организацией, выбранной в качестве внешнего инвестора. Эта организация анализирует технический, рыночный, управленческий, организационный, финансовый и другие аспекты проекта. Чем выше качество бизнес-плана, тем проще работа по оценке проекта.

В случае положительной оценки подписывается финансовое соглашение между инвесторами и участниками проекта. Проект поддерживается его участниками: инвесторами, спонсорами, кредиторами, страховщиками, поставщиками сырья, консультантами при помощи презентации на отечественных и международных выставках, переговорах, распространения информации о проекте в средствах массовой информации.

## 17.2. Инвестиционный бизнес-план

Бизнес-план является неотъемлемой частью делового планирования. Необходимость разработки инвестиционного бизнес-плана российскими предприятиями вызвана рядом причин:

- адаптацией зарубежного опыта разработки инвестиционных проектов к отечественным условиям с обязательной типизацией методологий и документов, используемых в области бизнеса.

- необходимостью программного обеспечения разработки и анализа инвестиционных проектов;
- оценкой бизнес-плана участниками проекта с позиций возврата вложенных средств и получения прибыли.

Бизнес-план представляет максимально компактный документ, который позволяет принять обоснованное решение и указать последовательность действий для его успешного воплощения. От правильности составления документа зависят одобрение и жизнеспособность проекта.

Для среднесрочных и долгосрочных проектов разработка бизнес-планов — центральный этап инвестиционного планирования, включающий следующие виды работ:

- развитие концепции и дальнейшую разработку основного содержания проекта;
- установление деловых контактов и изучение целей участников;
- структурное планирование;
- организацию и проведение торгов, заключение контрактов с основными исполнителями;
- получение одобрения на продолжение работ.

Для краткосрочных, небольших по масштабу или локальных проектов, не требующих значительных затрат и весьма непродолжительных по срокам реализации, все этапы и работы совмещаются на прединвестиционной фазе.

Для разработки стратегии крупного предприятия составляется корпоративный (глобальный) бизнес-план.

Предприятия, работающие в стабильной ситуации и производящие продукцию для достаточно устойчивого рынка, разрабатывают бизнес-план, направленный на совершенствование производства и снижение издержек. Эти предприятия предусматривают модернизацию производимой ими продукции в локальных бизнес-планах.

Венчурные предприятия, выпускающие продукцию при повышенном риске, систематически работают над бизнес-планами освоения новых видов продукции, современных технологий и т.п.

Если предприятие, наметив рост производства продукции или освоение новой техники, не имеет для этого достаточных мощностей, то оно может использовать бизнес-план, чтобы привлечь капитальные вложения либо новых партнеров, инвесторов, кредиторов, спонсоров. Для этого может быть подготовлено краткое описание бизнес-плана, называемое бизнес-предложением.

Бизнес-план должен быть представлен в форме, позволяющей заинтересованному лицу получить четкое представление о существе дела и степени своей заинтересованности в нем. Объем и степень конкретизации разделов плана определяются спецификой и областью деятельности предприятия. Он должен быть написан просто и ясно и иметь четкую структуру, например такую, какую рекомендует Минэкономразвития России.

1. Вводная часть.
2. Обзор состояния отрасли (производства), к которой относится предприятие.
3. Описание проекта.
4. Производственный план.
5. План маркетинга и сбыта продукции.
6. Организационный план реализации проекта.
7. Финансовый план реализации проекта.
8. Оценка экономической эффективности затрат, осуществляемых в ходе реализации проекта.

Рассмотрим подробнее содержание каждого раздела.

Раздел 1. Вводная часть бизнес-плана включает:

- титульный лист;
- резюме;
- меморандум о конфиденциальности.

На титульном листе помещаются название предприятия — инициатора проекта, наименование проекта, место и время его разработки.

Резюме представляет собой краткое изложение сути инвестиционного проекта. Оно составляется в последнюю очередь, так как суммирует всю информацию, содержащуюся в проекте. В резюме излагаются данные, которые должны позволить потенциальному инвестору понять, о чем идет речь, какова предполагаемая стоимость и рентабельность проекта.

Меморандум составляется с целью предупреждения лиц, знакомящихся с бизнес-планом, о конфиденциальности содержащейся в нем информации. В меморандуме может содержаться напоминание о том, что читающий берет на себя ответственность и гарантирует неразглашение содержащейся в бизнес-плане информации без предварительного согласия автора. Меморандум может содержать требование о возврате бизнес-плана и запрет на копирование материала.

Раздел 2. Обзор состояния отрасли (производства), к которой относится предприятие, призван определить:

- состояние и тенденции развития отрасли как объекта инвестирования;
- прогноз объема производства продукции (услуг), которую может выпускать (оказывать) предприятие в условиях конкуренции.

Для решения первой задачи в бизнес-плане целесообразно дать ретроспективный анализ текущего состояния дел и развития отрасли за предшествующие 5—10 лет, описать возможные тенденции развития отрасли в целом, соответствующих производств в регионах, где планируется сбыт продукции, и за рубежом.

Для решения второй задачи необходимо описать основных конкурентов на региональном, внутреннем и внешнем рынках по следующим позициям:

- номенклатура и сбыт выпускаемой продукции;
- рынки и доли конкурентов на них;
- конкурентоспособность продукции;
- ценовая политика и политика в области сбыта;
- состояние производственной базы.

Анализ данных позволит определить конкурентные преимущества предприятия или выявить его недостатки, определить методы конкурентной борьбы с другими предприятиями. По результатам анализа потенциальный инвестор получит представление о возможностях предприятия вести успешную конкуренцию.

Раздел 3. В описании проекта освещаются следующие вопросы:

- данные о размере и перспективах предприятия, профиле деятельности, особенностях производимых товаров и услуг, обеспечивающих преимущества в конкуренции;
- основные тенденции развития рынка, слабые стороны предприятий-конкурентов, планы роста и расширения деятельности;
- данные о прибыли, ожидаемая рентабельность, доходность на инвестируемый капитал, время достижения точки безубыточности и превышения наличных поступлений над платежами;
- сумма необходимого финансирования и направления использования капитала;
- конкурентные преимущества предприятия в данный период и возможные преимущества после реализации проекта, слабые стороны предприятий-конкурентов.

Раздел 4. В производственном плане необходимо представить:

- цели долгосрочной стратегии предприятия;
- структуру планируемого производства, его сырьевую базу и технологическую схему, источники энерго-, тепло- и водоснабжения;
- данные о кадровом обеспечении производства, программу подготовки и переподготовки кадров;
- план вывода предприятия на полную проектную мощность;
- информацию о состоянии работ по проекту и возможностях производства.

В информации о состоянии работ по проекту необходимо указать:

- степень освоения предполагаемой продукции;
- правовое обеспечение проекта;
- выполненные работы по проекту;
- наличие производственных площадей;
- необходимость закупки оборудования;
- наименование поставщиков, сроки поставки и стоимость оборудования;
- виды источников энергии;
- характеристику сырьевой базы;
- характеристику инфраструктуры производства (включая внутренний и внешний транспорт);
- экологическую ситуацию (сбросы в водный бассейн и выбросы в воздушную среду).

Раздел 5. План маркетинга и сбыта продукции является одним из наиболее значимых в бизнес-плане. Результаты исследования рынка — это база для разработки долгосрочной маркетинговой и ценовой стратегии предприятия, его текущей политики. Ввиду важности и сложности этот раздел целесообразно готовить в первую очередь, проверив данные о рынке, его объемах и темпах роста по дополнительным альтернативным источникам.

Исследование рынка в бизнес-плане включает три блока:

1) анализ спроса на товары и услуги на рынке и тенденции его развития;

2) описание структуры рынка, его основных сегментов, форм и методов сбыта;

3) исследование условий конкуренции на выбранных сегментах рынка.

От оценок сбыта в данном разделе зависят все последующие разделы плана. Объем реализации товаров и услуг, планируемый в результате исследования рынка, оказывает непосредственное влияние на планы производства и маркетинга, а также на размер инвестируемого капитала. Данные анализа конкурентной обстановки в значительной степени определяют стратегию сбыта и ценовую стратегию предприятия на выбранных сегментах рынка.

Раздел 6. Организационный план реализации проекта характеризует:

- основные подразделения предприятия и их функции;
- распределение обязанностей персонала управления;
- методы взаимодействия подразделений между собой;
- заинтересованность предприятия в конечных результатах;
- новые виды работ, планируемые предприятием;
- необходимую квалификацию персонала.

В этом разделе приводятся подробные данные о каждом руководителе предприятия, наиболее крупных держателях акций, составе команды разработчиков проекта.

Раздел 7. Финансовый план реализации проекта готовится после того, как подготовлены план маркетинга и производственный план. Он должен включать краткий обзор условий, в которых будет действовать предприятие, данные по объему продаж, валовой прибыли, затратам на оборудование, оплату труда и другим затратам, а также подробный анализ доходов и расходов, формирования чистой прибыли и рентабельности предприятия. Этот раздел бизнес-плана может быть составлен только после того, как определены рамки (границы) проекта с учетом непредвиденных расходов и инфляции.

Рамки (границы) проекта подразумевают определение:

- всех видов деятельности, которые должны быть представлены на заводской площадке;
- дополнительных операций, связанных с производством, использованием природных ресурсов, очисткой сточных вод и выбросов;
- внешнего транспорта, складов для сырья и материалов и готовой продукции;
- дополнительных видов деятельности (профессиональной подготовки, общеобразовательных программ, сооружения рекреационных объектов).

Непредвиденные расходы бывают материальные и финансовые. Материальные расходы связаны с точностью прогнозирования про-

даж, проектных требований, материалов и услуг и составляют от 5 до 10% сметной себестоимости объекта.

Финансовые расходы связаны с инфляцией, изменением базовой ставки ссудного процента и другими факторами.

Для учета инфляции используют:

- общий индекс внутренней инфляции, определяемый на основе систематически корректируемого рабочего прогноза;
- прогноз валютного курса рубля;
- прогноз внешней инфляции;
- прогноз изменения цен на продукцию и ресурсы (газ, нефть, энергоресурсы, оборудование, строительные-монтажные работы, сырье, материалы), а также прогноз изменения уровня средней заработной платы и других показателей на перспективу;
- прогноз ставок налога, пошлин, ставок рефинансирования Банка России и других финансовых нормативов государственного регулирования.

С помощью этих данных необходимо исследовать влияние инфляции на ценовые показатели, потребность в финансировании и оборотном капитале.

Составление финансового плана проходит в несколько этапов.

1. Прогноз объема продаж на рынках для каждого года.
2. Расчет затрат на реализуемую продукцию и услуги на основе прогноза объемов продаж, действующих нормативов, ценовой политики и условий реализации.
3. Описание контрагентов, их надежности, распределение контрактов по времени, затраты по контрагентам.
4. Расчет обеспеченности сырьем, энергией, водой (технической и питьевой), запасными частями и эксплуатационными материалами на ближайшие 5 лет, обеспеченность трудовыми ресурсами.
5. Прогноз издержек (условно-постоянных, условно-переменных и суммарных) по годам.
6. Расчет планируемой прибыли для каждого года.
7. Анализ точки критического объема реализации — точки безубыточности.
8. Описание источников финансирования по следующей схеме:
  - источники формирования ресурсов (собственные и заемные средства);
  - политика распределения прибыли после уплаты налогов (доля прибыли, направляемая в фонд накопления, выплата дивидендов);

- мероприятия по контролю за платежами потребителей; финансовая политика по страхованию кредитов;
- критерии оценки эффективности;
- способы страхования.

Если для финансирования проекта планируется использовать кредит, то в бизнес-плане дается расчет порядка и сроков его получения, возврата, а также выплаты процентных платежей.

Таким образом, в бизнес-плане составляются три базовые формы финансовой отчетности: отчет о прибыли, отчет о движении денежных средств и балансовый отчет.

Отчет о прибыли иллюстрирует соотношение доходов, получаемых в результате осуществления проекта, с расходами. Отчет о прибыли необходим для оценки эффективности текущей (хозяйственной) деятельности. Анализ соотношения доходов и расходов позволяет оценить резервы увеличения собственного капитала, а также осуществить расчет различных налоговых выплат и дивидендов.

Отчет о движении денежных средств представляет информацию об образовании источников финансовых ресурсов и их использовании. В качестве источников средств в проекте могут выступать: эмиссия новых акций, займы и выпуск облигаций, выручка от реализации продукции и пр. В случае выкупа акций или убытков от прочей реализации и внереализационной деятельности в соответствующих позициях могут появиться отрицательные значения.

Основные направления использования денежных средств связаны: с инвестициями в постоянные активы и на пополнение оборотного капитала; с осуществлением текущей производственной (операционной) деятельности; с обслуживанием внешней задолженности (уплата процентов и погашение долга); с расчетами с бюджетом (налоговые платежи) и, наконец, с выплатой дивидендов.

В качестве оттока средств выступают не все текущие затраты проекта, а только операционные расходы и текущие процентные платежи. Амортизационные отчисления, являясь одной из статей затрат, становятся источником финансирования основных фондов. Следовательно, объем свободных денежных средств равен сумме чистой прибыли и амортизационных отчислений за установленный период времени. Погашение внешней задолженности осуществляется за счет свободных денежных средств, а не из прибыли.

Для удобства анализа в проектной практике используется баланс в агрегированной, укрупненной форме. Назначение баланса инве-



стиционного проекта заключается в представлении динамики изменения структуры имущества (активов) и источников его финансирования (пассивов). Баланс позволяет рассчитывать общепринятые показатели финансового состояния проекта — ликвидности, оборачиваемости, маневренности, общей платежеспособности и др.

Реализация инвестиционного проекта должна обеспечивать получение приемлемой прибыли на вложенный капитал и поддержание устойчивого финансового состояния. Решение этих задач осуществляется на основе анализа ряда коэффициентов. Перечень коэффициентов определяется особенностями проекта; наиболее часто используемые приведены в табл. 14.

Таблица 14

**Показатели финансового состояния**

Наименование показателя	Расчетная формула
<b>Показатели рентабельности</b>	
Рентабельность общих активов	$(ЧП + П) : ОА$
Рентабельность постоянного капитала	$(ЧП + П) : ПК$
Рентабельность акционерного капитала	$ЧП : АК$
Рентабельность продаж	$ЧП : ВР$
Затраты на рубль	$СС : ВР$
<b>Оценка оборачиваемости</b>	
Оборачиваемость активов	$ВР : ОА$
Оборачиваемость постоянного капитала	$ВР : ПК$
Оборачиваемость акционерного капитала	$ВР : АК$
Оборачиваемость оборотного капитала	$ВР : ОК$
<b>Оценка финансового положения</b>	
Коэффициент общей ликвидности	$ТА : ТП$
Коэффициент немедленной ликвидности	$ЛА : ТП$
Коэффициент общей платежеспособности	$ЗС : ОА$

**Условные обозначения:**

ЧП — чистая прибыль;

П — проценты за кредит;

НП — ставка налога на прибыль;

ОА — общие активы;

ПК — постоянный капитал;

АК — акционерный капитал;

СС — себестоимость продукции;

ВР — выручка от реализации;

ОК — оборотный капитал;

ТА — текущие активы;

ЛА — высоколиквидные активы;

ЗС — заемные средства.

При оценке финансовой состоятельности инвестиционных проектов рассчитывают финансовые коэффициенты, характеризующие

каждый плановый период, затем анализируют коэффициенты во времени и выявляют тенденции в их изменении.

Раздел 8. Оценка экономической эффективности затрат, осуществляемых в ходе реализации проекта, занимает центральное место в выборе возможных вариантов вложения средств в операции с реальными активами. При разработке этого раздела целесообразно пользоваться соответствующими директивными указаниями.

Оцениваются эффективность проекта в целом и эффективность участия в проекте.

Эффективность проекта в целом показывает его потенциальную привлекательность для возможных участников и источников финансирования. При этом оцениваются общественная эффективность, учитывающая социально-экономические последствия осуществления проекта для общества в целом, и коммерческая эффективность, учитывающая финансовые последствия непосредственно для участников проекта.

Эффективность участия в проекте определяется с целью проверки его реализуемости и заинтересованности в нем всех участников.

Оценка эффективности проекта ведется в два этапа.

На первом этапе рассчитываются показатели эффективности проекта в целом. Для локальных проектов оценивается только их коммерческая эффективность, и если она оказывается приемлемой, переходят ко второму этапу оценки. Для общественно значимых проектов оценивается в первую очередь общественная эффективность, и если она оказывается достаточной, тогда — коммерческая эффективность. При недостаточной коммерческой эффективности общественно значимого проекта рассматривается возможность применения различных форм его поддержки для повышения коммерческой эффективности до приемлемого уровня.

На втором этапе выбирается схема финансирования, определяется финансовая реализуемость проекта, уточняется состав участников и эффективность их участия в проекте.

Для определения эффективности предлагается использовать ряд показателей, основанных как на простых (статических), так и на сложных (динамических) методах расчета. Все затраты и поступления от реализации проекта в течение расчетного периода представляются в виде притоков и оттоков денежных средств. Результат оттока денежных средств представляет сальдо оттока и притока за расчетный период. Учет фактора времени на каждом этапе осуществляется

путем дисконтирования денежных потоков, т.е. приведения разновременных их значений к единовременной текущей стоимости. Основным нормативом, используемым при дисконтировании, является норма дисконта. Различают следующие нормы дисконта: коммерческую, участника проекта, социальную и бюджетную.

Рассмотрим основные показатели, используемые для расчетов эффективности инвестиционного проекта.

1. Чистый дисконтированный доход ( $NPV$ ) представляет разницу между накопленными дисконтированными доходами и инвестициями, т.е. сальдо накопленного дисконтированного дохода.  $NPV$  используется для сопоставления будущих поступлений и инвестиционных затрат. При разовых инвестициях  $NPV$  можно рассчитать по формуле

$$NPV = \sum_{k=1}^n [P_k : (1+r)^k] - IC, \quad (104)$$

где  $P_k$  — доходы по годам;  
 $i$  — ставка дисконтирования;  
 $k$  — число лет (месяцев) реализации проекта (от 1 до  $n$ );  
 $IC$  — сумма разовой инвестиции.

При последовательном инвестировании в течение  $n$  лет формула имеет вид:

$$NPV = \sum_{k=1}^n [P_k : (1+r)^k] - \sum_{k=1}^n IC_k : (1+r)^k, \quad (105)$$

где  $IC_k$  — годовые инвестиции.

Если  $NPV > 0$ , проект можно принимать, если  $NPV = 0$ , проект не прибыльный, не убыточный, если  $NPV < 0$ , проект следует отвергнуть.

Если  $NPV$  положителен, то проект обеспечивает возможность получения дополнительного дохода сверх определенного коэффициента дисконтирования. Если  $NPV$  отрицателен, то прогнозируемые денежные поступления не обеспечивают получения минимальной нормативной прибыли и возмещения инвестируемого капитала. Если  $NPV$  близок к нулю, то прибыль едва обеспечивается.

Этот показатель относится к разряду абсолютных. Он показывает, насколько возрастает стоимость активов предприятия от реализации проекта. Чем больше  $NPV$ , тем лучше характеристики проекта. Этот показатель аддитивен во времени, т.е.  $NPV$  различных проектов

можно суммировать. Это важное свойство, позволяющее использовать данный показатель при анализе оптимальности инвестиционного портфеля. В  $NPV$  учитываются срок жизни проекта, все доходы и расходы на всех этапах.

Свойства этого показателя выделяют его из разряда остальных и позволяют использовать в качестве основного при анализе оптимальности инвестиционного портфеля.

2. Индекс рентабельности инвестиций ( $PI$ ) может быть рассчитан по формуле

$$PI = \sum_{k=1}^n P_k : (1+r)^k ] : IC. \quad (106)$$

Если  $PI > 1$ , то проект следует принять, если  $PI = 1$ , то проект является не прибыльным, не убыточным, если  $PI < 1$ , то проект следует отвергнуть.

Индекс рентабельности инвестиций является относительным показателем, характеризующим уровень доходов на единицу затрат. Чем он выше, тем больше отдача инвестиций в данный проект. Показатель  $PI$  используется при выборе проекта из ряда альтернативных, имеющих близкие  $NPV$  с разными объемами инвестиций. По этому показателю можно ранжировать проекты по степени доходности при включении в портфель.

3. Внутренняя норма доходности ( $IRR$ ) — это такая норма дисконта, при которой дисконтированные стоимости притока и оттока реальных денег равны: при  $r = IRR$ ,  $NPV = 0$ .

Норма  $IRR$  показывает максимально допустимый относительный уровень расходов, которые могут быть ассоциированы с данным проектом. Например, если проект финансируется полностью за счет кредита коммерческого банка, то  $IRR$  показывает верхнюю границу банковской процентной ставки, превышение которой сделает проект убыточным.

Если  $IRR > СК$ , то проект можно принимать, если  $IRR < СК$ , то проект неприемлем, если  $IRR = СК$ , можно принимать любое решение ( $СК$  — стоимость инвестируемого капитала).

Исчисляется  $IRR$  путем подбора такой нормы дисконта, при которой  $NPV$  равен нулю. Если  $NPV$  положителен, то используется более высокая норма дисконта, если  $NPV$  отрицателен (при следующей норме дисконта), то  $IRR$  должна находиться между этими двумя значениями. Точность исчисления обратно пропорциональна длине

интервала. Если значение  $NPV$  равно нулю, то ценность фирмы не растет и не падает, поэтому  $IRR$  называют проверочным дисконтом.

Алгоритм определения  $IRR$  методом подбора можно представить в следующем виде. Выбирают произвольные ставки дисконтирования и рассчитывают  $NPV$ ; при одном значении ставок  $NPV$  отрицателен, при другом — положителен. Значения ставок и  $NPV$  включают в следующую формулу:

$$IRR = d_1 + [NPV_1 : (NPV_1 - NPV_2)] \times (d_1 - d_2), \quad (107)$$

где  $d_1$  — дисконтная ставка, при которой  $NPV$  положителен;  
 $d_2$  — дисконтная ставка, при которой  $NPV$  отрицателен;  
 $NPV_1$  — величина положительного  $NPV$ ;  
 $NPV_2$  — величина отрицательного  $NPV$ .

При помощи  $IRR$  можно ранжировать проекты по степени выгоды. Эта норма служит индикатором уровня риска: чем больше  $IRR$  превышает стоимость капитала, тем больше запас прочности проекта и тем нечувствительнее к колебаниям рынка при оценке величины будущих денежных поступлений.

4. Срок окупаемости инвестиций ( $PP$ ) — это период от начального момента инвестирования до момента окупаемости. Начальный момент указывается в задании на проектирование. Моментом окупаемости называется наиболее ранний период времени в расчетном периоде, после которого текущий чистый доход становится и остается либо нулевым, либо положительным.

Алгоритм расчета зависит от равномерности распределения прогнозируемых доходов. Если доход распределяется по годам равномерно, то срок окупаемости рассчитывается делением единовременных затрат на величину годового дохода. Если прибыль распределяется по годам неравномерно, то срок окупаемости рассчитывается прямым подсчетом числа лет, в течение которых инвестиции будут погашены кумулятивным доходом.

Срок окупаемости проекта можно рассчитывать с учетом временного аспекта. В этом случае в расчет принимаются дисконтированные денежные потоки. Срок окупаемости с учетом дисконтирования ( $DPP$ ) больше простого срока окупаемости.

Проект, приемлемый по критерию  $PP$ , может оказаться не приемлемым по критерию  $DPP$ , поэтому в оценке инвестиционных проектов эти критерии могут использоваться двояко:

1) проект принимается, если он окупаем;

2) проект принимается, если срок окупаемости не превышает установленного на предприятии лимита.

Показатель срока окупаемости не учитывает доходов за пределами срока окупаемости и не обладает свойством аддитивности. Вместе с тем его использование целесообразно, когда руководители предприятия больше озабочены проблемой ликвидности, а не прибыльности проекта (главное, чтобы инвестиции окупились и как можно скорее), и когда инвестиции сопряжены с высокой степенью риска (чем короче срок окупаемости, тем менее рискованным является проект).

5. Коэффициент эффективности инвестиций ( $ARR$ ) не предполагает дисконтирования показателей дохода, поскольку доход характеризуется показателем чистой прибыли  $PN$  (прибыль за вычетом отчислений в бюджет).

Алгоритм его расчета исключительно прост, поэтому показатель широко используется на практике. Коэффициент эффективности инвестиций рассчитывается делением среднегодовой прибыли ( $PN$ ) на среднюю величину инвестиций, которая составляет половину исходной суммы капитальных вложений, если по истечении срока реализации проекта все капитальные затраты будут списаны. Если возможно наличие остаточной или ликвидационной стоимости ( $RV$ ), то ее оценка должна быть учтена в расчетах:

$$ARR = PN : [0,5 (IC + RV)]. \quad (108)$$

Данный показатель сравнивают с коэффициентом рентабельности авансированного капитала.

На практике для оценки привлекательности проекта используется показатель возврата на инвестицию ( $ROI$ ), который позволяет сравнивать экономичность разнообразных проектов. Он рассчитывается как отношение чистой прибыли ( $P$ ) за период времени (обычно за год) к общему объему инвестиционных затрат:

$$ROI = P : IC. \quad (109)$$

Сумма чистой прибыли в этом случае может не корректироваться на величину процентных выплат.

При расчетах эффективности рекомендуется учитывать неполноту и неточность информации об условиях реализации проекта, а также риск возникновения таких условий, которые приведут к негативным последствиям для участников проекта. Показатели эффек-

тивности проекта, рассчитанные с учетом факторов неопределенности и риска, называются ожидаемыми.

Для оценки устойчивости и эффективности проекта в этих условиях рекомендуется использовать:

- укрупненную оценку устойчивости;
- расчет уровней безубыточности;
- метод вариации параметров;
- оценку ожидаемого эффекта с учетом количественных характеристик неопределенности.

Все методы, кроме первого, предусматривают разработку сценариев реализации проекта в наиболее вероятных или наиболее опасных условиях и оценку финансовых последствий. Это дает возможность при необходимости предусмотреть в проекте меры по предотвращению или перераспределению возникающих потерь.

Проект считается устойчивым, если при всех сценариях он оказывается эффективным и финансово-реализуемым, а возможные неблагоприятные последствия устраняются мерами, предусмотренными организационно-экономическим механизмом.

В целях снижения неопределенности значения параметров проекта могут быть скорректированы:

- сроки строительства и выполнения работ увеличиваются на среднюю возможную величину;
- стоимость строительства увеличивается на резерв непредвиденных расходов (ошибки проектной организации, пересмотр проектных решений в ходе строительства и др.);
- учитываются запаздывание платежей, неритмичность поставок сырья, внеплановые остановки оборудования, нарушения технологии, штрафы и санкции за нарушение договорных обязательств;
- если проектом не предусмотрено страхование его участников от определенного вида инвестиционного риска, в состав затрат включаются ожидаемые потери от него.

При укрупненной оценке устойчивости проекта рекомендуется определить интегральные показатели проекта, учитывая:

- умеренно пессимистические прогнозы технико-экономических параметров проекта (цен, ставок налогов, курсов валют, объемов и сроков производства, стоимости отдельных видов работ и т.д.);
- резервы средств на непредвиденные инвестиционные и операционные расходы;
- увеличение нормы дисконта на величину поправки на риск.

Если при соблюдении этих условий получены достаточно высокие уровни интегральных показателей эффективности, проект можно рассматривать как устойчивый.

Степень устойчивости проекта по отношению к возможным изменениям условий реализации может быть охарактеризована показателями уровня объемов производства, цен производимой продукции и других параметров. Предельное значение параметра для конкретного года его реализации определяется как такое, при котором чистая прибыль участника в этом году становится нулевой.

Одним из наиболее важных показателей является точка безубыточности, характеризующая объем продаж, при котором выручка от реализации продукции совпадает с издержками производства.

При определении этого показателя принимается, что издержки на производство продукции могут быть разделены на условно-постоянные ( $Z_c$ ), не меняющиеся при изменении объема производства, и условно-переменные ( $Z_v$ ), меняющиеся пропорционально объему производства.

Точка безубыточности ( $T_6$ ) определяется по формуле

$$T_6 = \Sigma [Z_c : (Ц - Z_v)], \quad (110)$$

где  $Ц$  — цена продукции.

Для подтверждения работоспособности проекта необходимо, чтобы значение точки безубыточности было меньше значений номинальных объемов производства и продаж.

Степень устойчивости проекта по отношению к возможным изменениям условий реализации может быть охарактеризована показателями границ безубыточности и предельными значениями объемов производства, цен производимой продукции и пр. Подобные показатели используют только для оценки влияния изменения параметров проекта на его финансовую реализуемость и эффективность, однако они не относятся к показателям эффективности и не заменяют их расчета.

Уровнем безубыточности называется отношение безубыточного объема продаж (производства) к проектному объему. Под безубыточным понимается объем продаж, при котором чистая прибыль равна нулю. Обычно проект считается устойчивым, если уровень безубыточности не превышает 0,6—0,7 после освоения проектных мощностей. Близость уровня безубыточности к 1 свидетельствует о недостаточной устойчивости проекта к колебаниям спроса.



При анализе устойчивости проекта методом вариации параметров рекомендуется оценивать его эффективность в зависимости от изменения инвестиционных затрат, объема производства, издержек производства и сбыта, процента за кредит, прогнозов индекса инфляции и цен, поступления платежей и др. Проект считается устойчивым, если при всех рассмотренных сценариях чистый дисконтируемый доход положителен и обеспечивается необходимый резерв финансовой реализуемости проекта. Если проект предусматривает страхование при изменении параметров либо их значения фиксированы в контрактах, такие сценарии не рассматриваются.

При наличии более детальной информации о различных сценариях реализации проекта может быть использован более точный метод расчета ожидаемого интегрального эффекта (*NPV*). Если имеется конечное количество сценариев и вероятности их реализации известны, ожидаемый интегральный эффект проекта рассчитывается как средневзвешенная величина *NPV* при каждом сценарии и вероятности его реализации. Ожидаемый интегральный эффект может быть рассчитан и при отсутствии информации о вероятностях сценариев по специальному нормативу, отражающему систему предпочтений соответствующего хозяйствующего субъекта в условиях неопределенности. При определении ожидаемого интегрального эффекта норматив рекомендуется принимать на уровне 0,3.

Неопределенность условий реализации инвестиционного проекта не является заданной. По мере осуществления проекта появляется дополнительная информация об условиях его реализации, поэтому система управления должна предусматривать сбор и обработку такой информации с корректировкой проекта, графиков совместных действий участников, условий договоров между ними.

Риск проекта учитывается путем внесения поправок в норму дисконта. Включение поправки на риск обычно производится, когда проект оценивается при единственном сценарии его реализации. В величине поправки на риск учитываются три типа рисков, связанных с реализацией инвестиционного проекта:

- 1) страновой;
- 2) ненадежности участников проекта;
- 3) неполучения предусмотренных проектом доходов.

Поправка на риск не вводится, если инвестиции застрахованы.

Приведенная структура бизнес-плана не является единственно возможной. В зависимости от цели, масштаба, сложности инвести-

ционного проекта количество разделов, их содержание, глубина проработки материала могут меняться, что будет отражаться на структуре и содержании бизнес-плана.

В настоящее время существуют различные компьютерные программы для проведения финансово-экономических расчетов по инвестиционным проектам. На российском рынке распространено множество программных комплексов для различных стадий реализации инвестиционных проектов. Наиболее популярными являются следующие программные продукты: КОМФАР, разработанный организацией промышленного развития при ООН (ЮНИДО); ПРОДЖЕКТ-Эксперт — продукт предприятия «ПРО-Инвест-Консалтинг»; Альт Инвест, подготовленный предприятием «Альт».

### 17.3. Оперативное управление инвестиционным проектом

Успешная реализация инвестиционного проекта во многом зависит от своевременной и качественной разработки оперативного плана управления проектом, что может осуществляться с помощью следующих форм контроля:

- календарного плана реализации;
- бюджета;
- построения системы мониторинга.

Календарный план реализации инвестиционного проекта строится на принципах:

- пообъектной дифференциации;
- временной дифференциации;
- функциональной дифференциации;
- формирования резерва времени;
- планирования ответственности и распределения рисков;
- постоянного контроля за выполнением календарных планов.

При пообъектной дифференциации календарное планирование ведется для каждого инвестиционного проекта предприятия. Руководитель проекта, назначаемый заказчиком, несет персональную ответственность за выполнение календарного плана, его уточнение и корректировку. К составлению календарного плана могут быть привлечены представители подрядчика, поставщика и других организаций. Руководитель проекта формирует рабочую группу по управлению проектом.

Временная дифференциация календарного плана предусматривает детализацию осуществления проекта во времени. Формами временной реализации являются годовой, квартальный, месячный и декадный планы осуществления конкретных видов и объемов работ.

Принцип функциональной дифференциации заключается в разделении процесса реализации инвестиционного проекта на отдельные блоки. В состав блоков входят:

1) подготовка проекта к реализации: подготовка контракта, выбор претендентов, подготовка и рассылка запросов, получение и обзор предложений, заключение контракта;

2) проектно-конструкторские работы по тем объектам, где они не были проведены или закончены к моменту принятия инвестиционного проекта;

3) детализация материально-технического обеспечения оборудованием и материалами по поставщикам и срокам поставки;

4) детализация строительно-монтажных работ по срокам начала и окончания каждого вида и этапа, динамике использования техники, рабочей силы, материалов, проверке и испытанию всех систем;

5) ввод в эксплуатацию: подготовка персонала для эксплуатации объекта, закупка и доставка необходимого сырья и оборудования, пуско-наладочные работы и др.

6) освоение проектных мощностей с выходом объекта на проектную мощность.

Принцип формирования резерва времени состоит в определении допустимого срока нарушения календарных сроков осуществления работ. Резерв, как правило, составляет 10—12% времени календарного плана.

Принцип планирования ответственности и распределения рисков предусматривает возложение ответственности исполнения и рисков невыполнения отдельных этапов работ на конкретных представителей заказчика, подрядчика, поставщика и других участников в соответствии с функциональными обязанностями, зафиксированными в договорах.

Принцип обеспечения постоянного контроля выполнения календарного плана реализуется путем:

- сопоставления предусматриваемых календарным планом показателей с фактическими результатами работ;

- построения и оценки графиков выполнения работ;

- построения сетевых графиков, определения и построения критического пути.

Разработанный календарный план рассматривается и утверждается руководством предприятия, осуществляющего инвестиционный проект.

## Глава 18. Портфель реальных инвестиционных проектов

Большинство предприятий-инвесторов выбирают несколько объектов реального или финансового инвестирования и формируют инвестиционный портфель в соответствии с разработанной инвестиционной стратегией.

Реализация инвестиционной стратегии предприятия осуществляется путем отбора наиболее эффективных и безопасных инвестиционных проектов и финансовых инструментов. Конкретными целями инвестиционного портфеля могут являться:

- высокие темпы роста капитала;
- высокие темпы роста дохода;
- минимизация инвестиционных рисков;
- достаточная ликвидность инвестиционного портфеля.

При формировании инвестиционного портфеля предприятия должны выбирать приоритетные цели деятельности, так как конкретные цели портфеля часто являются альтернативными. В свою очередь выбранные цели могут быть положены в основу определения критериальных показателей, например: нормативных значений минимальных темпов роста капитала, приемлемых для предприятия; минимального уровня текущей доходности; максимального уровня инвестиционного риска; минимальной по капиталоемкости доли высоколиквидных инвестиционных проектов и т.д.

Формирование инвестиционного портфеля предприятия базируется на следующих принципах:

- реализации инвестиционной стратегии;
- соответствия портфеля инвестиционным ресурсам;
- оптимизации соотношений доходности и риска, а также доходности и ликвидности;
- управляемости портфелем.

Принцип реализации инвестиционной стратегии обусловлен задачами долгосрочного и среднесрочного планирования инвестици-

онной деятельности и их соподчиненности. Цели формируемого портфеля предприятия должны быть увязаны с целями инвестиционной стратегии.

Принцип соответствия портфеля инвестиционным ресурсам означает необходимость согласования общей капиталоемкости отбираемых инструментов и объектов с объемом имеющихся инвестиционных ресурсов. Реализация этого принципа определяет ограниченный круг объектов в соответствии с возможностями их финансирования.

Принцип оптимизации соотношения доходности и риска связан с приоритетными целями формирования портфеля. Оптимальные пропорции между этими показателями достигаются путем диверсификации портфеля. Принцип оптимизации соотношения доходности и ликвидности также определяет необходимые пропорции между ними исходя из приоритетных целей формирования инвестиционного портфеля. Оптимизация должна также учитывать обеспечение финансовой устойчивости и текущей платежеспособности предприятия.

Принцип управляемости портфелем означает обеспечение возможности кадрового состава по оперативному управлению, мониторингу, ревизии и реинвестированию средств.

Исходя из направленности и масштабов деятельности инвестиционный портфель предприятия включает портфели капитальных вложений (реальных инвестиционных проектов) и ценных бумаг.

### 18.1. Формирование портфеля капитальных вложений

Портфель капитальных вложений имеет ряд особенностей. Формирование и реализация этого портфеля обеспечивают высокие темпы развития предприятия, создание рабочих мест, поддержание высокого имиджа и государственную поддержку инвестиционной деятельности. Вместе с тем это наиболее капиталоемкий, рискованный и сложный в управлении портфель, отличающийся низкой ликвидностью.

Формирование портфеля капитальных вложений может быть представлено как типичная модель принятия инвестиционного решения. Процесс принятия инвестиционных решений неразрывно связан с внутренней средой предприятия, в которой он возникает и протекает. Поэтому все инвестиционные проекты, потенциально включаемые в портфель, не должны противоречить стратегическим планам предприятия.

Формирование портфеля капитальных вложений включает следующие стадии:

- поиск проектов;
- формулировку, первичную оценку и отбор проектов;
- анализ и окончательный выбор проектов.

Поиск потенциальных проектов имеет огромное значение для конечного успеха капитальных вложений. На практике предприятие часто сталкивается с ситуацией, когда инвестиционные проекты уже существуют и просто ждут своего воплощения. Активный поиск вариантов реальных инвестиционных проектов позволяет предприятию создать солидный банк данных из проектов, готовых к проработке.

Вместе с тем благополучие предприятия зависит не только от его способности находить выгодные инвестиционные возможности, но и от умения создавать их. Именно взгляд на формирование портфеля как на процесс принятия инвестиционных решений, органически вписывающихся во внутреннюю среду предприятия, позволяет рассматривать идеи о капитальных вложениях как потенциальные для реализации инвестиционные проекты. Поиск потенциальных инвестиционных проектов внутри предприятия, стимулирование идей и инноваций, выделение средств на дальнейшие исследования и разработки наиболее перспективных идей и проектов значительно увеличивают шансы сформировать эффективный портфель.

Формулировка, первичная оценка и отбор проектов предшествуют этапу финального анализа и окончательного выбора и могут оказать большое влияние на принятии окончательного решения о формировании портфеля.

На этой стадии собирается необходимая информация для четкой формулировки проекта (например, технические данные, сведения о расценках поставщиков, маркетинговые исследования и т.п.), рассматриваются и оцениваются бизнес-планы инвестиционных проектов. Поскольку следующий этап формирования портфеля требует значительных средств, повышается значимость и ответственность процесса первичной оценки проектов.

Первичный отбор в основном базируется на качественной оценке основных вопросов, касающихся жизнеспособности проекта. Проекты, которые нерентабельны, физически неосуществимы или не согласуются со стратегическими целями предприятия, должны быть отвергнуты прежде, чем будут потрачены дополнительные средства на их дальнейшую формулировку и финансовую оценку.

Первичный отбор инвестиционных проектов осуществляется на основе системы показателей, к которым относятся: соответствие инвестиционного проекта деятельности и имиджу предприятия; соответствие проекта направлениям отраслевой и региональной диверсификации инвестиционной деятельности; степень разработанности и обеспеченности инвестиционного проекта основными факторами производства; необходимый объем инвестиций до начала эксплуатации проекта; проектируемый период окупаемости инвестиций; уровень инвестиционного риска; планируемые источники финансирования и т.п.

Инвестиционные проекты, прошедшие через отсев, подвергаются детальному финансовому анализу для окончательного принятия в портфель.

Финансовый анализ и окончательный выбор проектов проводятся последовательно путем:

- классификации проектов;
- проведения финансового анализа;
- сопоставления результатов финансового анализа с критериями отбора;
- определения пригодности проектов с точки зрения бюджета предприятия.

Классификация проектов производится для того, чтобы подготовить их к финансовому анализу. Методы и содержание финансового анализа различных проектов определяются тем, к какой группе они относятся. Инвестиционные проекты могут быть классифицированы по следующим характеристикам:

- величине требуемых инвестиций — крупные, традиционные и мелкие;
- типу предполагаемых доходов — сокращение затрат, дополнительные доходы от расширения традиционных производств и технологий, выход на новые рынки сбыта, экспансия в новые сферы бизнеса, снижение риска производства и сбыта, социальный эффект;
- отношениям взаимозависимости — взаимоисключающие (альтернативные), независимые, комплиментарные.

Проекты называются альтернативными, если они не могут быть реализованы одновременно, т.е. принятие одного из них автоматически означает, что другой должен быть отвергнут.

Проекты называются независимыми, если решение о принятии одного из них не влияет на принятие другого.

Проекты связаны отношениями комплиментарности, если принятие нового проекта способствует росту доходов по другим проектам.

Проекты связаны отношениями замещения, если принятие нового проекта приводит к некоторому снижению доходов по другим действующим проектам.

Результатом классификации проектов является применение различных критериев приемлемости для разных групп капитальных вложений при проведении финансового анализа.

Финансовый анализ является важнейшим элементом формирования портфеля капитальных вложений. Основной его акцент делается на оценке тех сторон проекта, которые могут быть количественно выражены в денежной форме.

Существуют два основных подхода к финансовой оценке проектов, образующих теоретический фундамент анализа капитальных вложений, — бухгалтерский и экономический (финансовый).

Бухгалтерский подход предполагает, что долгосрочный финансовый успех определяется доходностью, а краткосрочный — ликвидностью. Доходность и ликвидность лежат в основе анализа капитальных вложений.

Доходность характеризует получение прибыли от капиталовложений. Прибыль и вложенный капитал являются инструментами инвестиционного анализа, а оценка производится на основе показателя расчетной нормы прибыли (*AROR*), известной под названием прибыль на капитал (*ROI*).

Существует много способов определения дохода и вложенного капитала. В этом, кстати, заключается один из недостатков данного метода. Различные оценки дохода могут включать финансовые издержки, амортизацию и налоги. Наиболее общим определением дохода являются поступления до уплаты процентов и налогов, которые включают и амортизацию.

Понятие «вложенный капитал» может рассматриваться либо как первоначальный вложенный капитал, либо как средний вложенный капитал в течение срока службы инвестиций. Первоначальный вложенный капитал состоит из затрат на покупку и установку основных средств и увеличение оборотного капитала, необходимого на начальном этапе инвестиций. Однако на последнем этапе осуществления проекта вложенный капитал сокращается до остаточной стоимости оборудования и части оборотного капитала. Для того чтобы определить средний размер вложенного капитала, надо суммировать перво-



начальные инвестиции с остаточной стоимостью капитала и разделить результат пополам.

Формула  $AROR$  может быть представлена в двух вариантах:

$$AROR = P : I_o \quad (111)$$

или

$$AROR = P : I_s, \quad (112)$$

где  $P$  — средняя балансовая прибыль за год (рассчитывается как сумма годовых доходов, деленная на число лет существования проекта),  
 $I_o$  — первоначальный вложенный капитал;  
 $I_s$  — средний вложенный капитал.

Метод  $AROR$  имеет серьезные недостатки, так как в качестве оценки доходности проекта использует балансовую прибыль, а не денежные потоки. Существует множество путей определения балансовой прибыли, однако ее размер искажают затраты на амортизацию, прибыль или убытки от продажи основных активов и др. Прибыль от инвестиций вычисляют как среднюю отчетную прибыль, хотя доход получают в разные периоды времени и он может меняться из года в год, что приводит к искажениям показателя  $AROR$ .

Другая проблема  $AROR$  связана с использованием среднего вложенного капитала. Здесь первоначальные затраты и остаточная стоимость инвестиций усреднены для отражения стоимости активов, связанных между собой в течение всего срока службы инвестиций. Чем больше остаточная стоимость инвестиций, тем меньше значение  $AROR$ , что может привести к принятию неправильного инвестиционного решения.

Если долгосрочный финансовый успех определяется доходностью, то краткосрочный — ликвидностью. Ликвидность связана с окупаемостью капитальных вложений. Именно метод определения срока окупаемости ( $PP$ ) ориентирован на краткосрочную оценку. Скорость, с которой проект возместит первоначальные затраты, оценивается в ходе анализа капитальных вложений. Согласно анализу, чем быстрее проект может окупить первоначальные затраты, тем лучше. Значение  $PP$  акцентирует внимание на поступлениях от осуществления проекта и на скорости этих поступлений, а не на уровне доходности или прибыли.

Используя данный критерий, необходимо определить приемлемый срок окупаемости как меру оценки капитальных вложений. Чем большая ликвидность нужна инвестору, тем короче должен быть срок

окупаемости. Выбор конечного срока окупаемости является произвольным.

Расчет  $PP$  зависит от равномерности распределения прогнозируемых денежных потоков (доходов) от реализации проекта по годам. При равномерных денежных потоках  $PP$  рассчитывается путем деления вложенного капитала на величину полученного годового дохода. При неравномерных денежных потоках, когда прибыль распределена неравномерно,  $PP$  исчисляется прямым подсчетом числа лет, в течение которых первоначальные инвестиции будут погашены кумулятивным доходом.

Формула его расчета такова:

$$PP = \min N, \text{ при котором } \sum_{n=1}^N CF_n \geq I_0, \quad (113)$$

где  $PP$  — срок окупаемости;  
 $N$  — продолжительность проекта;  
 $CF_n$  — годовые денежные потоки (доходы) от проекта.

У этого метода есть два существенных недостатка. Первым недостатком является то, что не принимаются во внимание поступления, возникающие после завершения срока окупаемости проекта. Это отражает краткосрочную ориентацию метода, поэтому использование критерия  $PP$  отвергает те проекты, которые рассчитаны на длительный срок окупаемости и принимает те, которые обеспечивают быстрый возврат вложенного капитала.

Вторым недостатком метода является игнорирование временного аспекта стоимости денег. Для решения этой проблемы используется дисконтированный срок окупаемости ( $DPP$ ):

$$DPP = \min N, \text{ при котором } \sum_{n=1}^N CF_n : (1+i)^n \geq I_0, \quad (114)$$

где  $i$  — коэффициент дисконтирования.

Очевидно, что в случае дисконтирования срок окупаемости увеличивается, т.е. всегда  $DPP > PP$ . Значит, проект, приемлемый по критерию  $PP$ , может оказаться неприемлемым по критерию  $DPP$ .

Преимущество  $DPP$  над традиционным методом  $PP$  состоит в наличии четкого критерия приемлемости проектов. При использовании  $DPP$  проект принимается, если он окупает себя в течение срока

своего существования. *DPP* также содержит оценку ликвидности, которая недоступна показателю *NPV*.

Второй подход к финансовой оценке проектов — экономический (финансовый), который опирается на новое понимание финансового успеха. Подход ориентирован главным образом на максимизацию благосостояния предприятия и его акционеров и на рассмотрение риска. Поскольку капитальные вложения связаны с эффективным распределением ресурсов, то удачными проектами являются те, которые приносят доход и предприятию и его акционерам.

Подобно цене акций, отражающей благосостояние акционера и представляющей текущую стоимость будущих доходов, стоимость капитальных вложений определяется как превышение будущих доходов над текущими и будущими расходами. Инвестиционный проект считается приемлемым, если ожидаемая прибыль превышает ожидаемые затраты. Поэтому ликвидность (временной аспект поступлений) и доходность (финансовый аспект поступлений) становятся менее значимыми факторами.

Не все потенциальные проекты одинаковы с точки зрения риска, но требования инвесторов к доходам напрямую зависят от степени риска. Чем выше инвестиционный риск, тем большая прибыль нужна инвестору в качестве компенсации.

Сочетание стремлений максимизировать благосостояние и снизить инвестиционный риск привело к появлению в финансовом анализе методов, основанных на дисконтировании денежных потоков.

Метод чистой приведенной стоимости (*NPV*) основан на сопоставлении первоначально вложенных инвестиций с общей суммой дисконтированных будущих доходов от этих вложений:

$$NPV = \sum_{n=1}^N CF_n : (1 + i)^n - I_0. \quad (115)$$

Критерий принятия решений методом *NPV* одинаков для любых видов инвестиций и предприятий. Если  $NPV > 0$ , то инвестиционный проект следует принять, так как он увеличивает ценность предприятия и благосостояние его владельцев. Если  $NPV < 0$ , то проект следует отвергнуть, так как он уменьшает благосостояние инвесторов и ценность предприятия. Если  $NPV = 0$ , то проект вряд ли будет привлекательным, поскольку благосостояние владельцев останется на прежнем уровне, что является недостаточным вознаграждением

за участие в проекте. Вместе с тем при реализации проекта с нулевым значением  $NPV$  возрастают объемы производства и предприятие увеличивается в масштабах, что можно рассматривать как положительную тенденцию.

Метод анализа  $NPV$  требует информации: о первоначальных затратах на инвестиции; о будущих денежных потоках; об ожидаемом сроке службы инвестиций; о требуемой норме прибыли (ставке дисконтирования). Наибольшую трудность при этом представляет оценка требуемой нормы прибыли. Выбор ставки дисконтирования определяет относительную ценность денежных потоков, приходящихся на разные периоды времени, и поэтому является ключевым моментом при расчете  $NPV$ . Ставка, используемая при оценке  $NPV$ , должна отражать степень риска инвестиционного проекта и учитывать уровень инфляции.

Метод расчета индекса доходности (рентабельности) ( $PI$ ) использует ту же информацию о дисконтированных денежных потоках, что и метод  $NPV$ . Однако  $PI$  является относительным показателем и определяет соотношение первоначально вложенных инвестиций и текущей стоимости будущих доходов:

$$PI = \sum_{n=1}^N CF_n : (1+i)^n : I_0. \quad (116)$$

Очевидно, что если  $PI = 1$ , то будущие доходы будут равны вложенным средствам, т.е. предприятие ничего не выигрывает от анализируемого проекта (эквивалентно  $NPV = 0$ ). Если  $PI > 1$ , то проект следует принять, а если  $PI < 1$  — отвергнуть.

Поскольку метод  $PI$  характеризует уровень доходов на единицу затрат, т.е. эффективность вложений, он широко используется в качестве критерия выбора. Во-первых, критерий  $PI$  очень удобен при выборе одного проекта из ряда альтернативных, имеющих примерно одинаковые значения  $NPV$ . Например, если два проекта имеют примерно одинаковые значения  $NPV$ , но разные объемы требуемых инвестиций, то очевидно, что более выгоден проект, обеспечивающий большую эффективность вложений. Во-вторых, критерий  $PI$  играет ключевую роль при формировании портфеля с целью максимизации суммарного значения  $NPV$ . В-третьих, критерий  $PI$  имеет преимущества над  $NPV$ , когда предприятие проводит политику нормирования капитала (капитальных вложений).

Метод внутренней нормы прибыли (*IRR*) основывается на определении значения коэффициента дисконтирования, при котором  $NPV = 0$ . Критерий *IRR* — это норма прибыли, полученная в результате осуществления проекта, при равенстве текущей стоимости будущих доходов и первоначальных затрат.

Критерий *IRR* находят из уравнения:

$$\sum_{n=0}^N CF_n : (1 + IRR)^n = 0. \quad (117)$$

Нахождение *IRR* проекта на практике требует сложных вычислений. Самый простой способ — решить уравнение относительно *IRR*. Получив ставку, при которой  $NPV > 0$ , и ставку, при которой  $NPV < 0$ , можно найти среднее между двумя значениями *IRR*, где  $NPV = 0$ .

$$IRR = i_1 + [NPV_1 : (NPV_1 - NPV_2)] \times (i_2 - i_1). \quad (118)$$

Линейная интерполяция может дать только оценку *IRR*, так как предполагает, что все промежуточные значения между двумя точками лежат на одной прямой. Это предположение не всегда соответствует действительности, поэтому чем меньше различаются между собой используемые процентные ставки, тем более точным будет ответ, так как возрастает вероятность того, что линия будет прямой.

Метод *IRR* представляет процентный доход от инвестиций, а не оценку вклада проекта в благосостояние предприятия. Критерий принятия решений основывается на превышении *IRR* проекта над требуемой нормой прибыли.

Экономический смысл критерия *IRR* для предприятия состоит в возможности принимать любые решения инвестиционного характера, уровень рентабельности которых не ниже текущего значения показателя цены капитала (*CC*). Под ценой капитала понимается либо средневзвешенная цена капитала (*WACC*), отражающая сложившийся на предприятии минимум возврата на вложенный в ее деятельность капитал и рассчитываемая по средней арифметической взвешенной, либо цена целевого источника капитала. *WACC* используется обычно в тех случаях, когда деятельность предприятия (в том числе инвестиционная) финансируется из различных источников. Если, например, проект финансируется полностью за счет кредита коммерческого банка, то это целевой источник капитала. В этом случае значение *IRR* показывает верхнюю границу процентной ставки, превышение которой делает проект убыточным.

Именно с показателем  $CC$  сравнивается критерий  $IRR$ . Если  $IRR > CC$ , то проект следует принять; если  $IRR < CC$ , то отвергнуть. При  $IRR = CC$  проект является не прибыльным, не убыточным.

Критерий  $IRR$  весьма популярен на практике, однако имеет ряд особенностей, которые осложняют его применение, а иногда делают это просто невозможным. Встречаются ситуации, когда серия денежных потоков не имеет общего корня или их несколько. Использование  $IRR$  для принятия решения в таких ситуациях весьма проблематично. Объясним ситуацию подробнее.

Наиболее простые, типичные проекты характеризуются стандартными денежными потоками, т.е. сначала инвестиции (отток капитала, в расчетах со знаком «минус»), а затем поступления (приток капитала, в расчетах со знаком «плюс»). Однако на практике возможны неординарные ситуации, когда отток и приток капитала чередуются или проект завершается оттоком капитала (необходимость демонтажа оборудования, дополнительные затраты на восстановление окружающей среды и т.п.). Возникает проблема множественности значений  $IRR$  и выбора критерия.

Данный недостаток, присущий  $IRR$  в отношении оценки проектов с неординарными денежными потоками, не является критическим. Аналогом  $IRR$ , который может применяться при анализе любых проектов, является модифицированная внутренняя норма прибыли ( $MIRR$ ). Для ее определения сначала рассчитывается суммарная дисконтированная стоимость всех оттоков денежных средств ( $OF$ ), а затем суммарная наращенная стоимость всех притоков денежных средств ( $IF$ ), причем и дисконтирование и наращение осуществляются по цене источника финансирования проекта. Наращенная стоимость притоков называется терминальной стоимостью. Далее определяется коэффициент дисконтирования  $MIRR$ , уравнивающий суммарную приведенную стоимость оттоков и терминальную стоимость:

$$\sum_{n=0}^N OF_n : (1+i)^n = \sum_{n=0}^N IF_n (1+i)^{N-n} : (1+MIRR)^N, \quad (119)$$

где  $OF_n$  — отток денежных средств в  $n$ -м периоде;  
 $IF_n$  — приток денежных средств в  $n$ -м периоде;  
 $i$  — цена источника финансирования проекта;  
 $N$  — продолжительность проекта.

Формула применима, если терминальная стоимость превышает сумму дисконтированных оттоков.

Критерий *MIRR* всегда имеет единственное значение. Проект принимается, если *MIRR* больше цены источника финансирования проекта, т.е.  $MIRR > CC$ .

Результаты финансового анализа являются основой принятия решений о включении инвестиционных проектов в портфель. Они сравниваются с заранее определенными критериями отбора в зависимости от:

- классификационной категории, к которой отнесены проекты;
- типа финансового анализа;
- длительности проектов;
- эффективности (доходности) проектов;
- степени риска проектов;
- ликвидности проектов;
- стоимости капитала для финансирования проектов;
- степени важности проектов для предприятия и т.д.

Правильный выбор нужного критерия и точное определение его порогового значения помогают принять конкретное инвестиционное решение.

Критерии приемлемости каждое предприятие устанавливает для себя самостоятельно исходя из конкретных условий производственной и инвестиционной деятельности.

Важной проблемой отбора инвестиционных проектов является противоречивость критериев. Даже в отношении единичного проекта могут возникнуть диаметрально противоположные выводы в зависимости от того, какой критерий выбран за основу. Когда речь идет о портфеле, в котором представлены как независимые, так и конкурирующие проекты, противоречия между критериями неизбежны.

Критерии, основанные на бухгалтерском подходе к финансовой оценке капитальных вложений (*PP* и *AROR*), являются в большей степени независимыми друг от друга. *PP* полезен в качестве метода, применяемого на этапе первичной оценки и отбора проектов, *AROR* имеет некоторые преимущества, облегчая сравнение инвестиционных затрат и будущих доходов. Если установление критериев отбора и финансовый анализ проводятся одним и тем же методом, инвестиционные решения, принятые на их основе, различаться не будут. Тем не менее предприятия могут устанавливать различные пороговые значения этих критериев, поэтому возможность возникновения противоречий не исключена.

Взаимосвязи между критериями, основанными на экономическом (финансовом) подходе к анализу и оценке капитальных вложений, намного сложнее. Если в портфеле объединены независимые проекты, то противоречий между критериями  $NPV$ ,  $PI$  и  $IRR$ , как правило, не возникает. Все критерии дают одинаковые результаты относительно принятия инвестиционного решения. Взаимосвязь между критериями очевидна:

если  $NPV > 0$ , то одновременно  $IRR > CC$  и  $PI > 1$ ;

если  $NPV < 0$ , то одновременно  $IRR < CC$  и  $PI < 1$ ;

если  $NPV = 0$ , то одновременно  $IRR = CC$  и  $PI = 1$ .

Однако чаще при формировании портфеля менеджеру приходится выбирать между несколькими возможными инвестиционными проектами. Это обусловлено разными причинами. Инвестиционные проекты могут конкурировать как взаимоисключающие. Обычно взаимоисключающими оказываются инвестиции, которые предоставляют альтернативные способы достижения одного и того же результата или использование какого-либо ограниченного ресурса. В подобных ситуациях необходимо ранжировать проекты по степени их приоритетности (независимо от того, являются они независимыми или взаимоисключающими), а затем выбирать в зависимости от используемого критерия.

Какой же критерий считается предпочтительным при отборе проектов в портфель?

Исследования, проведенные крупнейшими учеными и специалистами в области финансового менеджмента, показали, что в случае противоречия между критериями предпочтение следует отдавать  $NPV$ . При определении  $NPV$  не приходится сталкиваться с вычислительными проблемами, как при расчете  $IRR$ . Критерий  $NPV$  позволяет определить стоимость, которую имеют капиталовложения для инвестора, дает вероятностную оценку прироста стоимости предприятия, позволяет узнать, что может извлечь инвестор из конкретного проекта, так как взаимосвязь  $NPV$  и  $PI$  может свидетельствовать и о стоимости капитальных вложений и о привлекательности дохода, полученного от конкретной суммы вложенных средств, наконец, позволяет учитывать кумулятивность поступлений от проекта и использовать агрегированную величину для оптимизации портфеля.

Несмотря на то что по многим сравнительным параметрам приоритет отдается критерию  $NPV$ , на практике все же предпочитают критерий  $IRR$ . У менеджеров американских компаний соотношение



предпочтений в пользу критерия  $IRR$  составляет 3 : 1. Это объясняется относительностью показателя  $IRR$ , на основе которого легче принимать решение, тогда как  $NPV$  является, как известно, абсолютным показателем.

Особенности критерия  $IRR$  и проблемы применения его одновременно с важнейшим и наиболее распространенным критерием  $NPV$  необходимо охарактеризовать детальнее. Это важно при решении вопросов отбора проектов в портфель.

В сравнительном анализе альтернативных, взаимоисключающих проектов критерий  $IRR$  дает оценку, которая не всегда совпадает с результатами анализа  $NPV$ , поэтому может использоваться достаточно условно. В подобных ситуациях метод  $IRR$  может быть скорректирован. При анализе исходят из критерия  $IRR$ , рассчитанного из разниц денежных потоков каждого рассматриваемого проекта. Расчет  $IRR$  ведется для приростных показателей капитальных вложений и доходов по проекту. Если при этом  $IRR > CC(i)$ , то приростные показатели оправданы и целесообразно принять проект с более низким  $IRR$ .

Нахождение  $IRR$  для приростного денежного потока связано с определением точки Фишера, показывающей значение коэффициента дисконтирования, при котором рассматриваемые проекты имеют одинаковый  $NPV$ . Она служит пограничной точкой, разделяющей ситуации, определяемые критерием  $NPV$  и не определяемые критерием  $IRR$ . Если значение цены капитала находится за пределами точки Фишера, то критерии  $NPV$  и  $IRR$  дают одинаковые результаты при оценке альтернативных проектов. Если цена капитала меньше точки Фишера, то критерии  $NPV$  и  $IRR$  противоречат друг другу. Точка Фишера численно равна  $IRR$  приростного денежного потока, составленного из разностей соответствующих элементов исходных потоков.

Для стандартных единичных проектов критерий  $IRR$  показывает лишь максимальный уровень затрат, допустимый для оцениваемого проекта. Если цена капитала, привлекаемого для финансирования альтернативных проектов, меньше, чем значение  $IRR$  для них, выбор может быть сделан лишь с помощью дополнительных критериев.

Критерий  $IRR$  не позволяет различать ситуации, когда цена капитала меняется, он предполагает, что ставка будет постоянной на весь срок жизни проекта. Если изменения ставки можно предсказать, то  $NPV$  легко просчитывается путем дисконтирования денежных потоков каждого года в соответствии со ставкой дисконтирования.

Критерий *IRR* совершенно не пригоден для анализа неординарных инвестиционных проектов. В этих случаях возникает множественность значений *IRR*, а также неочевидность экономической интерпретации возникающих соотношений между *IRR* и ценой капитала (*CC*). Критерий *MIRR*, характеризующий эффективность проекта и применяемый вместо критерия *IRR*, в полной мере согласуется с критерием *NPV* и может использоваться для оценки независимых проектов. Для альтернативных проектов противоречия между критериями *NPV* и *MIRR* могут возникать, если проекты несоизмеримы по масштабу либо имеют разную продолжительность. В этом случае рекомендуется применять критерий *NPV*.

Еще одна проблема метода *IRR* обусловлена допущением о реинвестициях. Модель *IRR* предполагает, что все денежные потоки от осуществления проекта могут быть реинвестированы по ставке *IRR*. Однако реинвестирование денежных потоков от капитальных вложений будет происходить или по сложившейся на рынке инвестиционной процентной ставке, или по ставке дисконтирования, или в соответствии со стоимостью капитала. Поэтому метод *IRR* преувеличивает доход, который можно получить от инвестиций. При методе *NPV* подобных допущений не бывает, поэтому он предпочтительнее.

Безусловно, ориентация на критерий *NPV* также не всегда оправдана. Основной его недостаток в том, что это абсолютный показатель, который не дает информации о резерве безопасности проекта. Из-за любой серьезной погрешности, ошибки в прогнозе денежного потока или выборе коэффициента дисконтирования появляется опасность того, что проект, который ранее рассматривался как прибыльный, окажется убыточным.

Информацию о резерве безопасности проекта дают критерии *IRR* и *PI*. При прочих равных условиях, чем больше *IRR* по сравнению с ценой капитала, тем больше резерв безопасности. Чем больше значение *PI* превосходит единицу, тем больше резерв безопасности. С позиции риска можно сравнивать проекты по критериям *IRR* и *PI*, но нельзя — по критерию *NPV*.

Высокое значение *NPV* также не может служить решающим аргументом при принятии решений, так как оно, во-первых, определяется масштабом проекта, а во-вторых, может быть сопряжено с достаточно высоким риском, и степень риска, присущая этому значению *NPV*, не ясна.

При расчете  $NPV$  и применении его как критерия отбора инвестиционных проектов существует ряд практических аспектов, которые необходимо учитывать. Применяя метод  $NPV$ , следует принимать во внимание действие налогов, норм амортизации, а также инфляцию, тогда он обеспечит правильное решение, когда сравниваются проекты разной продолжительности.

Нельзя правильно оценить инвестиционный проект и сделать вывод о его включении в портфель, не принимая во внимание вопросы налогообложения. Налоги влияют на  $NPV$  проектов, изменяя их денежные потоки, поскольку реальные денежные поступления, связанные с осуществлением проекта (доходы и затраты), и амортизация основных фондов, занятых в проекте, оказывают влияние на отчетную прибыль и поэтому меняют налогооблагаемую базу.

На стоимость денежных потоков влияет также инфляция. Она обычно учитывается в ставке дисконтирования, которая используется при оценке проектов. Норма прибыли, включающая инфляцию, называется номинальной ставкой. Связь между реальной и номинальной ставками можно выразить формулами

$$d = (1 + i) : (1 + \alpha) - 1 \quad (120)$$

или

$$i = [(1 + d)(1 + \alpha)] - 1, \quad (121)$$

где  $d$  — реальная ставка;  
 $i$  — номинальная ставка;  
 $\alpha$  — уровень инфляции.

Возможны два способа оценки  $NPV$ : по номинальной и реальной ставкам. Важно, чтобы при анализе  $NPV$  обе ставки и денежные потоки соответствовали друг другу. Если за основу берутся номинальные денежные потоки, то дисконтировать их следует по номинальной ставке; для дисконтирования реальных поступлений от капитальных вложений необходимо применять реальную ставку. На практике весьма распространена такая ошибка: используют несовместимые комбинации ставок и денежных потоков, что приводит к неверной оценке  $NPV$ .

Метод  $NPV$  позволяет принимать правильное решение при сравнительном анализе отбираемых проектов, имеющих разные сроки жизни. Существуют специальные методы, позволяющие устранить временную несопоставимость, чтобы корректно сравнивать их.

Суть первого метода целного повтора в рамках общего срока действия проектов состоит в нахождении наименьшего общего крат-

ного для сроков действия проектов и предположении, что более краткосрочный проект самовозобновляется после своего завершения. Последовательность действий такая:

- находится наименьшее общее кратное сроков действия анализируемых проектов;
- каждый из проектов рассматривается как повторяющийся, поэтому суммарный  $NPV$  проектов, реализуемых необходимое число раз в течение сроков действия проектов, рассчитывается с учетом фактора времени;
- выбирается тот проект, для которого суммарный  $NPV$  повторяющегося потока имеет наибольшее значение.

Данный метод наиболее приемлем, когда сроки действия проектов кратны друг другу.

Логика второго метода эквивалентного аннуитета такова:

- рассчитывают  $NPV$  однократной реализации каждого проекта;
- для каждого проекта находят эквивалентный срочный аннуитет, приведенная стоимость которого равна  $NPV$  проекта;
- рассчитывают приведенную стоимость бессрочного аннуитета, предполагая, что найденный ранее аннуитет может быть заменен бессрочным аннуитетом с той же самой величиной аннуитетного платежа;
- выбирают проект с максимальным значением бессрочного аннуитета.

Метод эквивалентного аннуитета технически самый правильный и доступный, так как позволяет пользоваться финансовыми таблицами и калькуляторами.

Третий метод основан на предположении, что более долгосрочный проект продается до его завершения. Его применяют, если проекты достаточно долгосрочны. Алгоритм метода следующий:

- предполагается, что долгосрочный проект продается в тот же год, когда заканчивается краткосрочный проект;
- оценивается конечная (продажная) стоимость долгосрочного проекта на момент продажи (срок окончания краткосрочного проекта);
- рассчитывается  $NPV$  долгосрочного проекта;
- выбирается проект, имеющий большее значение  $NPV$ .

Окончательный выбор инвестиционных проектов тесно связан с наличием достаточных средств для финансирования капитальных вложений. Вопрос о финансировании в свою очередь зависит от

бюджета предприятия, который ограничивает размер средств для финансирования капитальных вложений. Окончательный выбор проектов и последующая их реализация из сформированного портфеля ведутся в рамках составления бюджета капитальных вложений. При этом необходимо учитывать следующие обстоятельства:

- проекты могут быть как независимыми, так и альтернативными (взаимоисключающими);
- включение очередного проекта в портфель требует нахождения источника его финансирования;
- цена капитала, используемая для оценки проектов и включения их в портфель, различна для разных проектов (например, в зависимости от степени риска);
- число проектов, включаемых в портфель, не может быть большим, так как увеличение объема капитальных вложений ведет к росту цены капитала;
- необходима оптимизация ресурсного и временного параметров формируемого портфеля.

На практике используют два основных подхода к формированию портфеля капитальных вложений. Первый основан на принципе целесообразности и заключается в формировании портфеля на основе критериев *IRR* или *NPV*. При этом предприятие обладает достаточным капиталом, чтобы инвестировать в любой проект, никаких ограничений на объем капитальных вложений не накладывается.

Формирование портфеля на основе критерия *IRR* предполагает включение в портфель инвестиционных проектов с доходностью (с учетом риска), превышающей цену капитала, и ранжирование проектов. Строится график инвестиционных возможностей (*IOS*) предприятия, характеризующий рассматриваемые проекты в порядке снижения *IRR*. На график *IOS* накладывается график предельной цены капитала (*MCC*) предприятия, представляющий собой динамику средневзвешенной цены капитала, как функции объема необходимых финансовых ресурсов. При этом график *IOS* является убывающим, а график *MCC* — возрастающим (рис. 12).

Цена капитала принимается постоянной, т.е. подразумевается, что именно по этой цене могут быть привлечены требуемые финансовые ресурсы. Предприятие включает в портфель независимые проекты, *IRR* которых превышает цену капитала и *NPV* которых больше нуля, и отвергает проекты, *IRR* которых меньше цены капитала с отрицательным значением *NPV*.

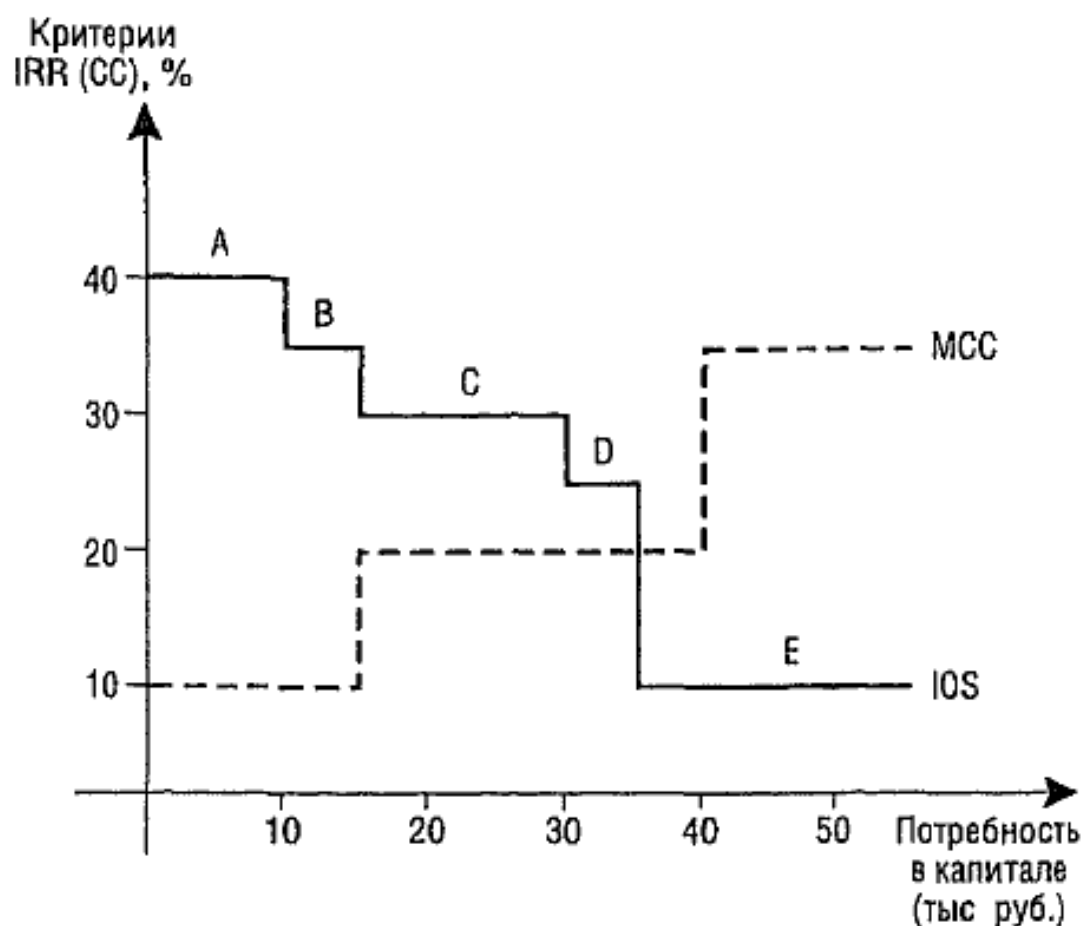


Рис. 12. Формирование бюджета капитальных вложений

Поскольку включение в портфель новых проектов требует привлечения дополнительных источников финансирования, а возможности предприятий по мобилизации собственных ресурсов ограничены, расширение портфеля приводит к необходимости привлечения внешних источников капитальных вложений, а значит, к изменению структуры источников в сторону повышения доли заемного капитала. Возрастание финансового риска предприятия в свою очередь приводит к увеличению цены капитала. Таким образом, по мере наращивания портфеля капитальных вложений *IRR* проектов убывает, а цена капитала возрастает. Наступает момент, когда *IRR* очередного проекта будет меньше цены капитала, т.е. его включение в портфель становится нецелесообразным.

Весьма примечательной является точка пересечения графиков *IOS* и *MCC*. Она называется предельной ценой капитала предприятия. Если использовать эту точку в качестве ориентира при оценке капитальных вложений в проекты средней степени риска, решения о целесообразности принятия того или иного проекта будут корректными, а финансовая и инвестиционная политика — оптимальными. При применении любой другой нормы бюджет капитальных вложений

предприятия не будет оптимальным. Исключением из этого правила является ситуация, когда большой проект является предельным и требует привлечения капитала по разным ставкам. Таким образом, только после формирования портфеля на основе критерия *IRR* с одновременным исчислением предельной цены капитала можно рассчитать суммарный *NPV* портфеля.

Формирование портфеля на основе критерия *NPV* предполагает включение в него всех независимых инвестиционных проектов с  $NPV > 0$ . При этом *NPV* проектов исчисляется с использованием предельной цены капитала (либо общей для всех проектов, либо индивидуальной в зависимости от структуры капитала и степени риска проекта). В портфель также включаются те из альтернативных (взаимоисключающих) проектов, которые имеют наиболее высокие положительные значения *NPV* с учетом риска. Такой подход максимизирует ценность предприятия и совокупное достояние его акционеров.

Другой подход у предприятий, ограничивающих свой бюджет капитальных вложений. Бюджетные ограничения могут определяться как внешними, так и внутренними факторами. Внешние факторы (жесткое нормирование) связаны с недостатком денежных ресурсов, высокой стоимостью привлечения средств и т.п. Внутренние ограничения (мягкое нормирование капитала) связаны с ограниченностью управленческих ресурсов. В связи с бюджетными ограничениями не все проекты, удовлетворяющие критериям *NPV* и *IRR*, могут быть безоговорочно приняты. Отбор проектов в портфель при этом связан с процедурой оптимизации бюджета капитальных вложений.

Если предприятие следует политике оптимизации бюджета, оно осознанно отказывается от возможности максимально наращивать свой капитал путем доступной инвестиционной деятельности. Избегая привлечения внешнего финансирования (облигационных займов, эмиссии акций, кредитов банков), опасаясь потери контроля в управлении, высокой доли заемных средств в структуре капитала, предприятия ограничивают темпы расширения своей деятельности, что не может не отразиться на росте благосостояния предприятия и его акционеров.

Целью финансового менеджера, формирующего портфель в условиях ограниченного бюджета капитальных вложений, является отбор проектов, обеспечивающих максимизацию суммарного *NPV*. При этом пользуются методами линейного программирования, с помощью которых можно вычислить оптимальные решения, когда цель (макс-

симизация  $NPV$ ) должна быть достигнута при соблюдении определенных условий (например, условия нормирования капитала). Если в отборе участвует не слишком много проектов, финансовый менеджер может просто рассмотреть все возможные совокупности проектов, которые удовлетворяют наложенному на бюджет ограничению, а затем выбрать совокупность с наибольшим суммарным  $NPV$ .

В реальной ситуации отбор проектов в портфель осложняется рядом факторов. Во-первых, фактором риска. При принятии решения следует делать допущение о том, что все проекты являются одинаково рисковыми и, следовательно, имеют одинаковую цену капитала. Если отказаться от этого условия, причем число проектов настолько велико, что невозможно провести отбор вручную, достичь оптимального решения практически невозможно, так как в настоящее время нет компьютерных программ эффективной работы с проектами различной степени риска. Во вторых, временной оптимизацией. Оптимизация бюджета достигается сравнительно легко, если ограничение в капитале распространяется на один период (например, год). Однако на практике ограничения распространяются обычно на несколько лет, а финансовые источники, которые будут использованы в дальнейшем, частично формируются за счет поступлений от ранее сделанных инвестиций. Таким образом, ограничения по объему капитальных вложений в следующем году зависят от инвестиций, сделанных в предыдущем году, и т.д. Для решения многопериодной проблемы необходима информация об инвестиционных возможностях и о доступности финансовых средств не только в текущем году, но и в будущих периодах. Кроме того, подлежащий максимизации  $NPV$  совокупности проектов в этом случае является суммой дисконтированных значений  $NPV$  каждого года в пределах анализируемого временного горизонта.

После того как портфель сформирован и оптимизирован по основным параметрам, предприятие приступает к реализации отдельных проектов.

## 18.2. Оперативное управление портфелем

Успешная реализация проектов во многом определяется системой оперативного управления портфелем. Оперативное управление портфелем капитальных вложений включает:

- реализацию проектов;



- мониторинг проектов;
- текущую корректировку портфеля;
- послеинвестиционный контроль.

В реализации проектов основное место занимает планирование. В свою очередь центральное место в планировании занимают календарные планы, в которых работы, выполняемые различными организациями, согласованы во времени и с возможностями обеспечения материально-техническими и трудовыми ресурсами. Они определяют объемы работ, их продолжительность, резервы времени и размеры ресурсов, необходимых для выполнения проекта в целом.

Календарные планы реализации инвестиционных проектов разрабатываются в определенной последовательности и базируются на следующих принципах:

- пообъектной дифференциации;
- временной дифференциации;
- функциональной дифференциации;
- создании резерва;
- планировании ответственности и распределении рисков;
- обеспечении постоянного контроля за выполнением плана.

Пообъектная дифференциация календарного плана означает, что планирование должно осуществляться для каждого включенного в портфель проекта капитальных вложений. При этом в основе плана лежат базовые сроки реализации и график потока инвестиций, отраженные в бизнес-планах проектов.

Для реализации проекта назначается его руководитель, который возглавляет разработку календарного плана. По крупным инвестиционным проектам, осуществляемым подрядным способом, к разработке календарного плана могут привлекаться представители заказчиков, подрядчиков, субподрядчиков, ответственные за планирование и реализацию отдельных разделов календарного плана.

Временная дифференциация календарного плана дает возможность оценить продолжительность работ, определить даты работ в рамках реализуемых инвестиционных проектов. В календарном плане разрабатываются годовые графики реализации инвестиционных проектов, которые уточняются и детализируются в квартальных, месячных, а иногда и декадных планах работ. По проектам, реализуемым в течение нескольких лет, годовой график реализации инвестиционных проектов составляется только на объем работ, намечаемых к выполнению в течение планируемого календарного года. По про-

ектам, сроки реализации которых не выходят за рамки одного года, график учитывает последовательность, объемы и сроки выполнения работ в целом.

При разработке календарных планов реализации инвестиционных проектов широко используют методы сетевого планирования и критического пути.

Принцип функциональной дифференциации календарного плана позволяет выделять отдельные этапы освоения капитальных вложений в инвестиционные проекты: подготовку проекта к реализации; проектно-конструкторские работы; материально-техническое обеспечение; строительно-монтажные работы; ввод в эксплуатацию; освоение проектных мощностей.

Подготовка проекта к реализации включает план мероприятий по выбору подрядчиков (субподрядчиков) и заключению контрактов. Проектно-конструкторские работы предусматриваются только по тем инвестиционным проектам, по которым они не были проведены или не завершены при их включении в портфель. Календарный план проведения этих работ определяет состав и сроки подготовки комплектов рабочих чертежей и спецификаций на оборудование, анализ и утверждение проектной документации заказчиком. Материально-техническое обеспечение при календарном планировании представляется в виде детализированного списка материалов и оборудования со сроками их поставки, ценовыми предложениями, потенциальными поставщиками и т.п. Этот блок календарного плана должен быть четко согласован по времени с блоком осуществления строительно-монтажных работ.

Строительно-монтажные работы требуют особенно четкой проработки в ходе составления календарного плана реализации инвестиционных проектов. План должен содержать: сроки начала и окончания каждого вида и этапа работ; динамику использования машин, механизмов, техники, материалов, рабочей силы. Ввод в эксплуатацию в процессе календарного планирования предусматривает: подготовку персонала для эксплуатации объектов; закупку и доставку сырья и материалов для обеспечения деятельности введенных объектов; планирование пуско-наладочных работ и т.п. Ввод в действие завершает процесс прямого инвестирования в проект, после чего начинается эксплуатация инвестиционного проекта. Освоение проектных мощностей включает мероприятия, обеспечивающие выход объекта на проектные технико-экономические показатели.

Важным принципом разработки календарного плана является создание резерва, обеспечивающего реальность планирования. Резерв времени, необходимый для выполнения работ по проекту, должен составлять около 10—12% общего времени календарного плана. Его обычно распределяют между участниками проекта и оговаривают в контракте.

Соблюдение принципа планирования ответственности и распределения рисков также обеспечивает реальность реализации инвестиционного проекта как со стороны заказчика (инвестора), так и со стороны подрядчика (исполнителя работ). Исходя из обязанностей, вытекающих из заключенных контрактов, ответственность исполнения отдельных видов работ и мероприятий календарного плана распределяется между заказчиком и подрядчиком. Одновременно на них возлагаются и риски. Планирование ответственности и рисков должно защитить инвестора от катастрофического риска и минимизировать дополнительные затраты капитала на реализацию инвестиционного проекта.

Внутреннее страхование рисков осуществляется путем создания финансовых резервов в рамках бюджета реализации инвестиционного проекта. Кроме того, в календарном плане могут предусматриваться мероприятия по внешнему страхованию рисков.

Наряду с календарным планом эффективность осуществления инвестиционных проектов в значительной степени определяется финансовым планом или бюджетом. Бюджет реализации инвестиционных проектов отражает расходы и поступления средств при осуществлении проектов. При разработке бюджета определяются объемы и структура расходов для отдельных этапов календарного плана, а также обеспечивается необходимое покрытие этих расходов в пределах общего объема финансирования проектов. Основой разработки бюджета являются календарный план и сметы затрат, разработанные для отдельных функциональных блоков календарного плана, графики инвестиционных и денежных потоков для возмещения инвестиционных затрат.

В процессе осуществления инвестиционных проектов разрабатываются два вида бюджетов: бюджет капитальных затрат (капитальный бюджет) и бюджет текущих денежных доходов и расходов (текущий бюджет). Капитальный бюджет необходим на этапе осуществления строительно-монтажных работ, связанных со строительством, расширением, реконструкцией и техническим перевооружением объектов.

Текущий бюджет требуется на этапе эксплуатации объектов (после их ввода в действие).

При разработке бюджета реализации инвестиционных проектов иногда используется метод гибкого бюджета, который предусматривает планирование капитальных и текущих затрат не в твердо фиксируемых суммах, а в виде норматива расходов, привязанных к определенным объемным показателям. По инвестиционному циклу это может быть показатель объема строительно-монтажных работ, а на стадии эксплуатации объекта — объем выпуска или реализации продукции (товаров, услуг). Гибкий бюджет позволяет оперативно корректировать финансовые потоки бюджета в зависимости от реального объема деятельности и тем самым оперативно управлять реализацией инвестиционных проектов.

Мониторинг проектов представляет разработанный предприятием механизм осуществления постоянного наблюдения за важнейшими показателями реализации инвестиционных проектов, включенных в портфель. Основной целью мониторинга является своевременное обнаружение отклонений от календарного плана и бюджета отдельных инвестиционных проектов, анализ причин, вызвавших эти отклонения, и разработка предложений по корректировке отдельных направлений инвестиционной деятельности с целью повышения ее эффективности. Мониторинг должен выявлять просчеты и проблемы заранее, пока есть время их разрешить.

Построение системы мониторинга включает выбор и оценку различных показателей реализации проектов. Показатели могут выражаться в натуральной и денежной формах. Система информативных и оценочных показателей должна дать возможность следить, насколько планомерно тратятся средства и своевременно выполняются работы. Все это требует организации эффективной информационной системы, которая позволит контролировать процесс реализации проектов и его ключевые параметры.

Периодичность формирования базы данных для мониторинга определяется исходя из периодичности календарного плана и бюджета реализации инвестиционных проектов. При этом объектом мониторинга является оперативная сводка (декадная, двухнедельная), месячный и квартальный отчеты.

Отклонения от запланированных показателей, выявленные в процессе мониторинга, сигнализируют о необходимости дополнительной

проверки и анализа причин, вызвавших это отклонение. Для нормализации осуществления отдельных инвестиционных проектов могут быть использованы резервы отдельных функциональных блоков календарного плана, а также финансовый резерв бюджета. Если нормализовать реализацию инвестиционных проектов не удастся, то завершающим этапом мониторинга может быть обоснование текущей корректировки инвестиционного портфеля и предложение о завершении отдельных инвестиционных проектов.

Корректировка инвестиционного портфеля — процесс объективный и связан, с одной стороны, с появлением на инвестиционном рынке новых, более эффективных объектов, а с другой — с существенным снижением эффективности отдельных инвестиционных проектов в ходе их осуществления. В условиях изменившейся конъюнктуры инвестиционного рынка инвестор будет стремиться к пересмотру своего портфеля с целью повышения его общей эффективности. Исходя из целей формирования портфеля и оценки эффективности имеющихся и новых капитальных вложений необходимо оптимизировать его состав с учетом изменившейся конъюнктуры.

Принятие решения о выходе из отдельных инвестиционных проектов вызывается или недостаточно обоснованным их отбором на стадии формирования портфеля, или существенными просчетами в прогнозировании макроэкономических либо отраслевых показателей развития инвестиционного рынка. Такое управленческое решение является ответственным и сложным, поскольку влечет потерю не только ожидаемого дохода, но и части вложенного капитала, поэтому оно должно быть всесторонне обосновано и базироваться на анализе не только текущей конъюнктуры инвестиционного рынка, но и на прогнозе ее дальнейшего развития. На предприятиях могут разрабатываться специальные модели принятия подобных решений, которые включают:

- оценку эффективности имеющихся инвестиционных проектов;
- прогнозирование факторов возможного снижения эффективности отдельных инвестиционных проектов;
- разработку критериев и наиболее эффективных форм выхода из инвестиционных проектов;
- разработку процедуры принятия и реализации управленческих решений по реинвестированию капитала.

Причинами существенного снижения эффективности реализуемых инвестиционных проектов могут являться:

- увеличение сроков продолжительности строительства объекта капитальных вложений;
- возрастание уровня цен на строительные материалы и ресурсы;
- увеличение стоимости выполнения строительно-монтажных работ;
- возрастание расходов на оплату труда, связанное с государственной социальной политикой и регулированием уровня оплаты труда;
- повышение уровня конкуренции в отрасли к моменту начала эксплуатации инвестиционного проекта;
- рост объема и удельного веса привлекаемых заемных источников финансирования проектов;
- увеличение ставки процентов за кредит в связи с изменением конъюнктуры денежного рынка;
- продолжительный спад экономической активности в отрасли, в которой реализуется инвестиционный проект;
- недостаточно обоснованный подбор подрядчиков (субподрядчиков) для осуществления проекта;
- ужесточение системы налогообложения и др.

Критериями выхода из инвестиционных проектов могут являться: снижение  $IRR$  и  $NPV$ ; увеличение  $PP$ ; возрастание продолжительности инвестиционного цикла до начала эксплуатации объекта; снижение намеченного в бизнес-плане срока возможной эксплуатации объекта и др. Численное значение критериев предприятие устанавливает с учетом собственной инвестиционной деятельности.

Формами выхода из инвестиционных проектов являются:

- отказ от реализации проекта до начала строительно-монтажных работ;
- продажа частично реализованного инвестиционного проекта в форме объекта незавершенного строительства;
- продажа инвестиционного объекта на стадии его эксплуатации;
- привлечение дополнительного паевого капитала с минимизацией своего паевого участия (на любой стадии реализации инвестиционного проекта);
- акционирование инвестиционного проекта с минимизацией своей доли акционерного капитала в проекте (на любой стадии реализации инвестиционного проекта);
- продажа реализуемого инвестиционного проекта по частям.

Возможности быстрого выхода из инвестиционного проекта должны рассматриваться еще на стадии разработки и оценки бизнес-планов.

Послеинвестиционный контроль иногда путают с мониторингом. Эффективная организация мониторинга снижает потребность в послеинвестиционном контроле, который возникает после того, как значительная часть проектов реализована.

Послеинвестиционный контроль направлен на улучшение будущих инвестиционных решений в области капитальных вложений. Он обеспечивает подведение итогов инвестиционных проектов портфеля. Успех проектов оценивается по тем же критериям, которые использовались для их отбора. Основное внимание в ходе послеинвестиционного контроля уделяется параметрам инвестиций, которые являются решающими для успеха проектов. При этом всестороннее исследование произведенных капитальных вложений не является целью контроля.

Проведение послеинвестиционного контроля требует времени и значительных затрат. Время проведения контроля строго не определено. Обычно его начинают после того, как инвестиционные проекты достигли стадии своего осуществления, на которой отмечаются положительные результаты. Далеко не все инвестиционные проекты подвергаются послеинвестиционному контролю. Обычно из портфеля выбирают наиболее капиталоемкие, рискованные и стратегически важные проекты.

Послеинвестиционный контроль позволяет:

- убедиться, что затраты и технические характеристики проектов удовлетворяют первоначальному плану;
- удостовериться, что инвестиционные проекты тщательно проработаны и четко оценены;
- улучшить оценку последующих инвестиционных проектов.

Главная польза послеинвестиционного контроля состоит в том влиянии, которое он оказывает на инициаторов проектов. Именно отчетность о результатах реализации инвестиционных проектов повышает ответственность в проведении оценки и отбора проектов в портфель.

Для того чтобы исключить субъективизм в оценке результатов осуществления проектов портфеля, послеинвестиционный контроль должен проводиться независимыми экспертами.

## Глава 19. Портфель ценных бумаг предприятия

### 19.1. Типы портфелей и цели портфельного инвестирования

Портфель ценных бумаг предприятия представляет собой набор инвестиционных фондовых активов, служащих инструментом для достижения конкретных целей инвестора. Он может состоять как из ценных бумаг одного типа (например, акций или облигаций), так и нескольких типов (например, акций, облигаций, депозитных сертификатов, векселей, залоговых свидетельств и др.).

В сравнении с портфелем капитальных вложений портфель ценных бумаг имеет ряд особенностей: более высокую ликвидность; сравнительно легкую управляемость; более низкий уровень доходности (дивиденд даже по самым высокодоходным обыкновенным акциям составляет лишь 40—60% суммы чистой прибыли реальных инвестиционных проектов) и отсутствие в большинстве случаев возможности реального воздействия на эту доходность (кроме возможности реинвестирования капитала в другие фондовые инструменты); относительно низкую инфляционную защищенность, а также крайне ограниченную возможность выбора инструментов в портфель в современных условиях становления отечественного фондового рынка.

Формируя портфель ценных бумаг, предприятие исходит из разработанной инвестиционной стратегии и стремится, чтобы портфель был ликвидным, доходным и обладал разумной степенью риска. Основными принципами формирования портфеля ценных бумаг являются безопасность, доходность, ликвидность и рост вложений. Главная цель при этом состоит в обеспечении оптимального соотношения между риском и доходом, которая достигается за счет диверсификации портфеля (т.е. распределения средств между различными активами) и тщательного подбора фондовых инструментов.

Выбор оптимального портфеля ведется с учетом двух вариантов его ориентации: либо на первоочередное получение дохода за счет процентов и дивидендов, либо на прирост курсовой стоимости ценных бумаг. Установление выгодного для предприятия сочетания риска и доходности портфеля достигается, если учитывать правило: чем более высокий доход приносит ценная бумага, тем больший потенциальный риск она имеет.

Ликвидность портфеля ценных бумаг предприятия рассматривается, с одной стороны, как способность быстрого превращения со-



держимого портфеля (или его части) в денежные средства с минимальными затратами на реализацию ценных бумаг, а с другой — как способность предприятия своевременно погашать свои обязательства перед кредиторами, которые участвовали в формировании портфеля (например, перед владельцами облигаций).

Состав и структура формируемого портфеля определяются типом инвестора, его целями, а также конъюнктурой фондового рынка. Инвестор может быть агрессивным или консервативным. Агрессивный инвестор стремится получить максимальный доход от своих вложений, поэтому приобретает акции промышленных предприятий и фирм. Консервативный инвестор приобретает главным образом облигации и краткосрочные ценные бумаги с наименьшей степенью риска. В основе формирования агрессивных и консервативных портфелей ценных бумаг лежит различное соотношение показателей доходности и риска. При этом показатели доходности могут существовать в различных формах — прироста дивидендов или курсовой стоимости.

Различаются и возможные типы портфелей ценных бумаг: агрессивные, ориентированные на доход или на рост; среднерисковые, ориентированные на доход или на рост; консервативные, ориентированные на доход или на рост.

В западных корпорациях цели портфельного инвестирования состоят в получении доходов, сохранении акционерного капитала и обеспечении прироста капитала. Соответственно этим целям формируются и различные типы портфелей ценных бумаг. Например, если приоритетной целью является получение высокого дохода, то предпочтение отдается агрессивным портфелям, состоящим из низколиквидных и высокорискованных ценных бумаг молодых растущих компаний. Если инвестор стремится обеспечить сохранность и увеличение капитала, то в портфель включаются высоколиквидные ценные бумаги, эмитированные известными надежными компаниями с высоким рейтингом.

Учитывая современное состояние экономики России и степень развития ее фондового рынка, конкретными целями портфельного инвестирования предприятий могут быть:

- сохранность и увеличение капитала в отношении ценных бумаг с растущей курсовой стоимостью;
- приобретение ценных бумаг, которые по условиям обращения могут заменить наличность (векселя);

- доступ к дефицитной продукции, имущественным и неимущественным правам;
- спекулятивная игра на колебаниях курсов в условиях нестабильности фондового рынка;
- страхование от рисков путем приобретения государственных облигаций с гарантированным доходом и др.

### 19.2. Особенности формирования и управления портфелем ценных бумаг

Формирование и управление портфелем ценных бумаг представляет процесс принятия инвестиционного решения относительно определенных ценных бумаг, объемов и сроков инвестирования.

На практике существуют два способа управления портфелем ценных бумаг предприятия: самостоятельный и трастовый. При первом способе выполнение всех управленческих функций, связанных с портфелем, осуществляется менеджерами предприятия. Для этого создается специальное структурное подразделение — фондовый отдел, который определяет цели и тип портфеля; разрабатывает стратегию и тактику его управлением; осуществляет оперативное планирование движения ценных бумаг исходя из заданных целей; производит операции по управлению портфелем; анализирует состав, структуру и динамику движения ценных бумаг; принимает практические решения, направленные на ревизию, пересмотр и корректировку портфеля. На предприятиях с небольшим портфелем ценных бумаг функции фондового отдела обычно выполняет один квалифицированный менеджер.

При трастовом способе предприятие на основе договора доверительного управления имуществом (траста) передает функции управления портфелем банку или другому юридическому лицу, занимающемуся подобной деятельностью.

Работа по формированию и управлению портфелем ценных бумаг складывается из ряда последовательных этапов:

1) выработка инвестиционной политики, определение инвестиционных целей предприятия-инвестора и соотношений доходности и риска;

2) осуществление финансового анализа, изучение отдельных видов и групп ценных бумаг с целью выявления случаев их недооценки рынком;

3) формирование портфеля, определение конкретных бумаг для инвестирования и размера вкладываемых средств;

4) пересмотр портфеля, выявление бумаг, которые необходимо продать или купить;

5) оценка эффективности портфеля, расчет показателей риска и доходности, их сравнение с показателями эталонного портфеля.

Для выработки инвестиционной политики главным является определение инвестиционной цели инвестора. Согласно современной теории портфеля цели инвестора проявляются в его отношении к риску и ожидаемой доходности. Одним из широко применяемых методов определения таких целей является построение кривой безразличия, характеризующей предпочтения инвестора. Это кривая на критериальной плоскости, состоящая из оценок эквивалентных портфелей. Выбор между портфелями, оценки которых лежат на такой кривой, безразличен для инвестора. Вместе с тем сравнение портфелей, оценки которых лежат на разных кривых, свидетельствуют, что любой портфель с оценкой на одной кривой предпочтительнее портфеля с оценкой на другой кривой.

Кривая безразличия может быть представлена как двумерный график, в котором по оси абсцисс откладывается риск, мерой которого является стандартное отклонение ( $\sigma_p$ ), а по оси ординат — вознаграждение за риск, мерой которого является ожидаемая доходность ( $\bar{K}_p$ ).

На рисунке 13 представлены три кривые безразличия, каждая из которых представляет собой все возможные комбинации оценок инвестора в отношении риска и доходности портфелей.

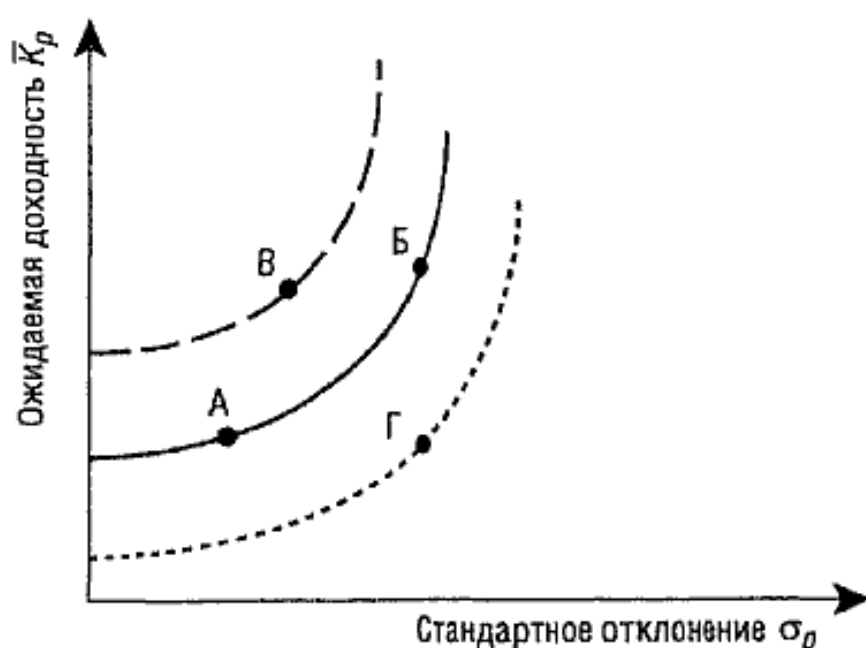


Рис. 13. Кривые безразличия

Кривые безразличия имеют два важных свойства. Первое: все портфели, лежащие на одной кривой безразличия, являются равно-

ценными. Портфели А и Б будут равноценными для инвестора, несмотря на то что они имеют различные ожидаемые доходности и стандартные отклонения. При этом портфель Б имеет больший риск, чем портфель А, и с точки зрения этого параметра он хуже, зато портфель Б выигрывает за счет более высокой ожидаемой доходности, чем у портфеля А.

Второе свойство кривых безразличия: любой портфель, лежащий на кривой, расположенной выше и левее, более привлекателен для инвестора по сравнению с портфелем, лежащим на кривой, расположенной ниже и правее. Портфель В, который лежит на кривой, находящейся выше и левее кривой портфеля А, имеет большую доходность, что компенсирует его больший риск, но в то же время меньший риск, чем портфель Б, что компенсирует меньшую ожидаемую доходность, поэтому портфель В предпочтительнее для инвестора по сравнению с портфелями А и Б.

В силу описанных свойств кривые безразличия никогда не пересекаются.

Исходя из отношения инвестора к риску и доходности и их оценок инвестор может иметь бесконечное число кривых безразличия. Эти кривые проходят через каждую точку критериальной плоскости, целиком заполняя ее. Характер расположения кривых означает индивидуальную для инвестора взаимозаменяемость доходности и риска. Крутые кривые безразличия означают более осторожного инвестора, чем пологие кривые (рис. 14).

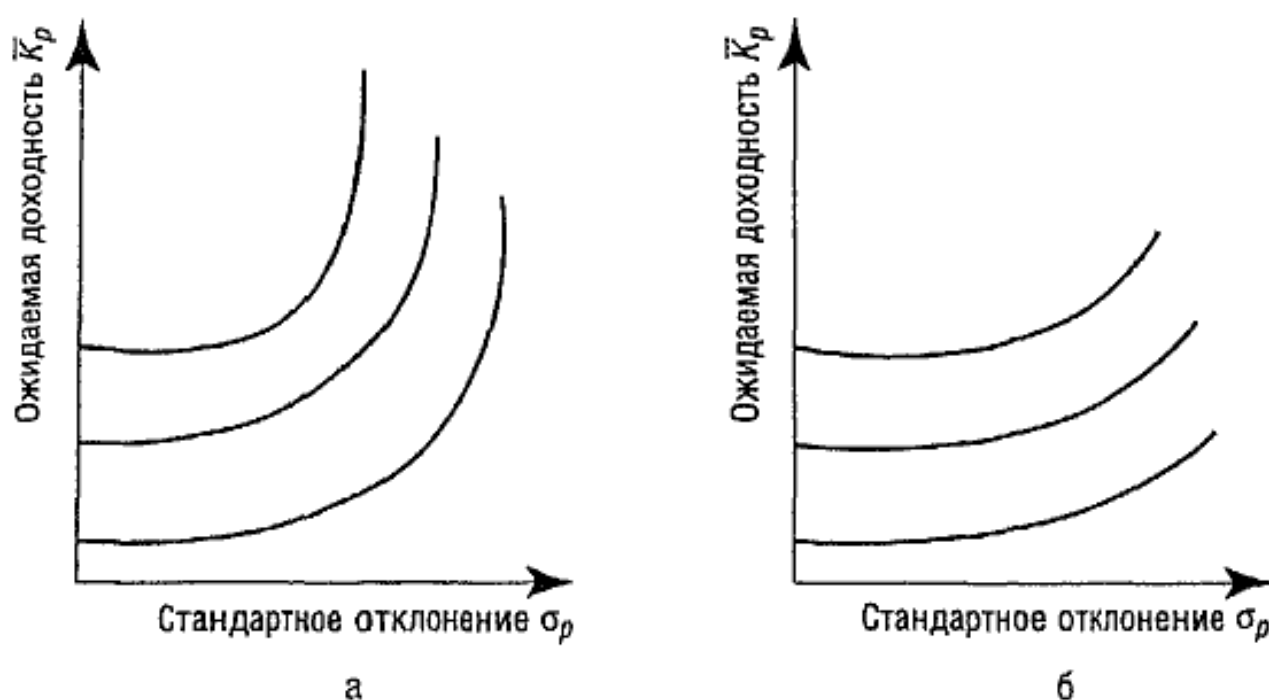


Рис. 14. Виды кривых безразличия: а — крутые кривые, б — пологие кривые

В первом случае (а) инвестор готов допустить малое увеличение риска лишь с компенсацией в виде значительного увеличения доходности. Во втором случае (б) инвестор ради небольшого увеличения доходности готов принять значительное увеличение риска.

Таким образом, менеджер в работе по формированию и управлению портфелем должен определить ожидаемую доходность и риск для каждого потенциального портфеля, построить график и выбрать один портфель, который лежит на кривой безразличия выше и левее относительно других кривых.

При выборе портфеля на базе кривых безразличия менеджер исходит из двух предположений: о ненасыщаемости и об избежании риска. Предполагается, что инвестор всегда предпочитает увеличение уровня своего благосостояния. Инвестор, делающий выбор между двумя одинаковыми во всем (кроме ожидаемой доходности) портфелями, выберет портфель с большей доходностью. Однако если инвестору нужно выбрать между портфелями с одинаковым уровнем ожидаемой доходности, но разным уровнем риска, то он выберет портфель с меньшим риском.

Итак, главными параметрами при управлении портфелем, которые необходимо определить менеджеру, являются ожидаемая доходность и риск. Формируя портфель, менеджер не может точно определить будущую динамику его доходности и риска, поэтому свой выбор он строит на ожидаемых значениях. Данные величины оцениваются на основе статистических отчетов за предыдущие периоды времени. Полученные оценки менеджер может корректировать согласно своим представлениям о развитии будущей конъюнктуры.

Поскольку портфель, формируемый инвестором, состоит из набора различных ценных бумаг, его доходность и риск будут зависеть от доходности и риска каждой отдельной ценной бумаги. Кроме того, ожидаемая доходность портфеля зависит от размера начального капитала, инвестированного в конкретные ценные бумаги.

Ожидаемая доходность портфеля может быть вычислена двумя способами. Первый способ основан на использовании стоимостей на конец периода и заключается в вычислении ожидаемой цены портфеля в конце периода и уровня его доходности:

$$\bar{K}_p = (W_1 - W_0) : W_0, \quad (122)$$

где  $\bar{K}_p$  — ожидаемая доходность портфеля;  
 $W_0$  — начальная стоимость портфеля;  
 $W_1$  — ожидаемая стоимость портфеля в конце периода.

Второй способ построен на использовании ожидаемой доходности ценных бумаг и включает вычисление ожидаемой доходности портфеля как средневзвешенной ожидаемых доходностей ценных бумаг, входящих в портфель. Относительные рыночные курсы ценных бумаг портфеля используются в качестве весов:

$$\bar{K}_p = \sum_{i=1}^N x_i \times k_i = x_1 \times k_1 + x_2 \times k_2 + \dots + x_N \times \bar{k}_N, \quad (123)$$

где  $x_i$  — доля начальной стоимости портфеля, инвестированная в ценную бумагу;  
 $\bar{k}_i$  — ожидаемая доходность ценной бумаги;  
 $N$  — количество ценных бумаг в портфеле.

Инвестор, который желает получить наибольшую возможную доходность, должен иметь портфель, состоящий из одной ценной бумаги, у которой ожидаемая доходность наибольшая. Однако менеджер посоветует инвестору диверсифицировать свой портфель, т.е. включить в него несколько ценных бумаг, снижая тем самым риск.

Инвестиционный риск портфеля определяется как изменчивость доходности, которая измеряется стандартным отклонением (дисперсией) распределения доходности портфеля.

Ожидаемый риск портфеля представляет собой сочетание стандартных отклонений (дисперсий) входящих в него ценных бумаг. Однако в отличие от ожидаемой доходности риск портфеля не является обязательно средневзвешенной величиной стандартных отклонений (дисперсий) доходности ценных бумаг. Дело в том, что различные ценные бумаги могут по-разному реагировать на изменение конъюнктуры рынка. В результате стандартные отклонения (дисперсии) доходности различных ценных бумаг в ряде случаев будут гасить друг друга, что приведет к снижению риска портфеля. Риск портфеля зависит от того, в каком направлении и в какой степени меняются доходности входящих в него ценных бумаг при изменении конъюнктуры рынка.

Для определения взаимосвязи и направления изменения доходностей ценных бумаг используют показатель ковариации и коэффициент корреляции.

Показатель ковариации определяется по формуле

$$COV_{xy} = \left[ \sum_{i=1}^n (k_x - \bar{k}_x) \times (k_y - \bar{k}_y) \right] : n, \quad (124)$$

где  $COV_{xy}$  — ковариация доходности ценных бумаг;  
 $k_{x,y}$  — норма дохода по ценной бумаге;  
 $\bar{k}_{x,y}$  — ожидаемая норма дохода по ценной бумаге;  
 $n$  — число наблюдений за доходностью ценных бумаг.

Положительное значение ковариации свидетельствует, что доходность ценных бумаг изменяется в одном направлении, отрицательное — что в обратном. Нулевое значение ковариации означает, что взаимосвязь между доходностями активов отсутствует.

Другим показателем взаимосвязи изменения доходностей ценных бумаг служит коэффициент корреляции ( $r_{xy}$ ):

$$r_{xy} = COV_{xy} / (\sigma_x \times \sigma_y), \quad (125)$$

где  $\sigma_{x,y}$  — стандартное отклонение доходности ценной бумаги.

Коэффициент корреляции меняется в пределах от  $-1$  до  $+1$ . Положительное значение коэффициента говорит о том, что доходности ценных бумаг меняются в одном направлении с изменением конъюнктуры, отрицательное — что в противоположном. При нулевом значении коэффициента корреляции связь между доходностями ценных бумаг отсутствует.

Риск портфеля, состоящего из двух ценных бумаг, рассчитывается по формуле

$$\sigma_p = \sqrt{\sigma_x^2 \times d_x^2 + \sigma_y^2 \times d_y^2 + 2d_x d_y (r_{xy} \sigma_x \sigma_y)}, \quad (126)$$

где  $\sigma_p$  — стандартное отклонение по портфелю;  
 $\sigma_{x,y}$  — стандартное отклонение по ценной бумаге;  
 $d_{x,y}$  — доля ценной бумаги в портфеле;  
 $r_{x,y}$  — коэффициент корреляции между ценными бумагами  $x$  и  $y$ .

Риск портфеля, объединяющего большее число ценных бумаг, требует построения ковариационной матрицы с данными о дисперсии и ковариации бумаг, а также ее решения.

Финансовый анализ проводится на втором этапе процесса управления портфелем ценных бумаг и представляет собой подготовку данных, необходимых для работы менеджера по управлению портфелем.

Проведение финансового анализа связано с необходимостью определения конкретных характеристик ценных бумаг и выявления тех ценных бумаг, которые представляются инвесторам неверно оцененными в настоящем.

При определении основных характеристик рассматриваются главные факторы, влияющие на ценные бумаги, и устанавливается их

подверженность этому влиянию. Таким фактором может быть, например, размер налоговых выплат, который не одинаков для ценных бумаг, представляющих интерес для инвестора.

Существенное влияние на принятие инвестиционных решений оказывает уровень инфляции, с увеличением периода которой доход по акциям меняется. Менеджер должен также учитывать взаимосвязь прибыли, дивидендов и инвестиций. При принятом варианте распределения прибыли из нее финансируются новые инвестиции и выплачиваются дивиденды акционерам. Выплата более высоких дивидендов и увеличение размера инвестиций требуют получения дополнительных средств извне, что достигается, в частности, за счет новой продажи акций. Поэтому необходимо проанализировать дивидендную политику предприятия, вероятный приток средств инвесторов в будущем. На основе анализа оценивают ставку дивидендной доходности ценной бумаги в перспективе (например, в следующем году) и определяют вероятность ее включения в портфель. Также необходимо установить возможный риск по данной ценной бумаге, чтобы не подвергать риску весь портфель.

Выявление неверно оцененных ценных бумаг обычно проводится с помощью методов фундаментального анализа и включает поиск и обнаружение таких ситуаций, когда оценки будущих доходов и дивидендов предприятия либо существенно отличаются от общепринятого мнения, либо являются более точными, либо еще не получили отражения в рыночном курсе ценных бумаг.

В рамках фундаментального анализа выявление неверно оцененных ценных бумаг может осуществляться на основе определения их внутренней (истинной) стоимости.

Считается, что внутренняя (истинная) стоимость любого актива равна приведенной стоимости всех наличных денежных потоков, которые владелец актива рассчитывает получить в будущем. Поэтому менеджер стремится определить время поступления и величину наличных денежных потоков, затем рассчитывает их приведенную стоимость, используя ставку дисконтирования, и составляет прогноз величины дивидендов и доходов, которые будут получены в дальнейшем.

Процедура анализа внутренней стоимости аналогична методу чистой приведенной стоимости и базируется на оценке капитализации дохода. Если применить метод капитализации дохода к оценке облигаций, то суть его будет состоять в сравнении двух значений показателя доходности к погашению: существующей доходности и



требуемой (т.е. того значения, которое является, по мнению менеджера, правильным). Внутренняя стоимость облигации ( $V$ ) может быть вычислена по формуле

$$V = \sum_{t=1}^n C_t : (1 + y^*)^t, \quad (127)$$

где  $C_t$  — предполагаемый денежный поток (выплаты инвестору) по годам;  
 $y^*$  — требуемая доходность к погашению;  
 $n$  — остаточный срок обращения.

Так как цена покупки облигации — это ее рыночный курс ( $P$ ), то для менеджера чистая приведенная стоимость ( $NPV$ ) равняется разности между стоимостью облигации ( $V$ ) и ценой покупки:

$$NPV = V - P = \left[ \sum_{t=1}^n C_t : (1 + y^*)^t \right] - P. \quad (128)$$

Если облигация имеет положительное значение  $NPV$ , она является недооцененной. Отрицательное значение  $NPV$  свидетельствует о переоцененности облигации. Наконец, значение  $NPV$ , равное нулю, рассматривается как точная оценка облигации.

Метод капитализации дохода можно применить и к оценке акций. Внутренняя (истинная) стоимость капитала ( $V$ ) будет рассчитываться как сумма приведенных стоимостей ожидаемых поступлений и выплат:

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} C_t : (1 + k)^t, \quad (129)$$

где  $C_t$  — ожидаемое поступление (или выплата), связанное с капиталом в момент времени  $t$ ;  
 $k$  — ставка дисконтирования для денежных потоков данной степени риска.

Так как денежный поток ожидается в будущем, то его величина корректируется с помощью ставки дисконтирования, учитывающей не только изменение стоимости денег во времени, но и фактор риска.

В приведенном равенстве ставка дисконтирования предполагается постоянной в течение всего времени инвестирования (до бесконечности).

Для удобства расчетов текущий момент времени принимается равным нулю. Если затраты на приобретение актива в момент времени  $t = 0$  составляют  $P$ , то его чистая приведенная стоимость ( $NPV$ )

равна разности между внутренней стоимостью актива и затратами на приобретение:

$$NPV = V - P = \left[ \sum_{t=1}^{\infty} C_t : (1+k)^t \right] - P. \quad (130)$$

Расчет  $NPV$  дает возможность принимать решение о приобретении актива (акции). Акция рассматривается как приемлемая и считается недооцененной, если ее  $NPV > 0$ . Акция рассматривается как неприемлемая и считается переоцененной, если ее  $NPV < 0$ .

Акция является недооцененной, если  $V > P$ , и переоцененной, если  $V < P$ .

Так как финансовые поступления, связанные с инвестициями в обыкновенные акции, — это дивиденды, которые владелец акций ожидает получить в будущем, то способ оценки акций по методу капитализации дохода называют моделью дисконтирования дивидендов. Для определения внутренней стоимости акций ( $V$ ) используют равенство:

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} D_t : (1+k)^t, \quad (131)$$

где  $D_t$  — ожидаемые выплаты по акции в период времени  $t$ .

Дополнительные трудности в расчетах возникают в связи с необходимостью прогнозирования бесконечного потока платежей по дивидендным выплатам, так как время обращения обыкновенных акций не ограничено. Решить данную проблему и сделать расчеты можно с учетом некоторых предположений относительно роста дивидендов в будущем.

Первое предположение заключается в том, что размер дивидендов остается неизменным. Это простейший случай, когда темп роста дивидендов равен нулю, — модель нулевого роста. Внутренняя стоимость акции ( $V$ ) в этом случае определяется по формуле

$$V = D_0 : k, \quad (132)$$

где  $D_0$  — фиксированные дивиденды.

Модель с нулевым ростом применяется также для определения внутренней стоимости привилегированных акций, так как по большинству привилегированных акций регулярно выплачиваются дивиденды фиксированного размера.

Второе предположение связано с изменяющимися дивидендами, которые растут от периода к периоду в одной пропорции, т.е. с одинаковым темпом роста. Модель постоянного роста предполагает, что дивиденды на одну акцию, выплаченные за предыдущий год ( $D_0$ ), вырастут в данной пропорции ( $g$ ) так, что в следующем году ожидаются выплаты в размере:  $D_1 = D_0 (1 + g)$ , через год — в размере:  $D_2 = D_1 (1 + g)$ , и т.д.

Тогда внутренняя стоимость акции будет равна:

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} D_0 (1 + g)^t : (1 + k)^t. \quad (133)$$

Третье предположение описывается с помощью модели переменного роста. Главная особенность этой модели — период времени в будущем ( $T$ ), после которого ожидается, что дивиденды будут расти с постоянным темпом ( $g$ ). При этом необходимо составить прогноз дивидендов до периода  $T$  исходя из индивидуального прогноза по величине дивидендов для каждого подпериода, а также рассчитать наступление момента  $T$ . После наступления момента  $T$  дивиденды будут расти следующим образом:

$$\begin{aligned} D_{T+1} &= D_T (1 + g); \\ D_{T+2} &= D_{T+1} + 1 (1 + g) = D_T (1 + g)^2; \\ D_{T+3} &= D_{T+2} + 1 (1 + g) = D_T (1 + g)^3 \text{ и т.д.} \end{aligned}$$

Внутренняя стоимость акции в этой модели будет определяться как сумма приведенной стоимости дивидендов, выплачиваемых до периода  $T_1$  включительно, и приведенной стоимости всех выплат дивидендов после периода  $T_2$ :

$$V = V_{T1} + V_{T2}. \quad (134)$$

Формула расчета внутренней стоимости акций ( $V$ ) примет следующий вид:

$$V = \sum_{t=1}^T D_t : (1 + k)^t + D_{T+1} : [(k - g)(1 + k)^T]. \quad (135)$$

Определенная таким образом внутренняя стоимость акций ( $V$ ) сравнивается с ее текущим рыночным курсом ( $P$ ). Если акция недооценена, то ее внутренняя стоимость выше текущего курса ( $V > P$ ), и такие акции рекомендуют покупать. В случае превышения текущего курса над внутренней стоимостью ( $V < P$ ) акция считается переоцененной, что служит сигналом к ее продаже.

На основе тщательного изучения отдельных видов и групп ценных бумаг, выявления возможных случаев их недооценки рынком менеджер определяет конкретные бумаги для инвестирования и суммы вкладываемых в них средств.

Существуют две тактики управления портфелем ценных бумаг: пассивная и активная.

Под пассивным управлением понимают приобретение и владение ценными бумагами в течение весьма продолжительного времени с небольшими и редкими изменениями портфеля. Пассивные менеджеры предполагают, что все финансовые рынки относительно эффективны для достижения успеха в выборе ценных бумаг или времени их приобретения. Они принимают решения исходя из общепринятой на рынке оценки риска и доходности. Их тактика состоит в создании хорошо диверсифицированного портфеля с заранее определенным уровнем риска и продолжительном удерживании его в неизменном состоянии (за исключением реинвестирования доходов и некоторой корректировки портфеля для достижения точного соответствия выбранному показателю). Сформированные ими портфели представляют собой зеркальное отражение рыночного портфеля, состоящего из всех ценных бумаг, присутствующих на рынке, в том же их соотношении относительно совокупной стоимости фондовых инструментов на рынке.

Понятие рыночного портфеля является теоретическим и используется для упрощения понимания ситуации в реальной жизни и описания поведения инвестора на рынке. Модель создания рыночного портфеля предполагает, что все инвесторы имеют одинаковую информацию и оценки относительно риска и ожидаемой доходности ценных бумаг и что их интересуют только два параметра — риск и доходность. При этом инвесторы могут свободно занимать и предоставлять средства под ставку без риска, отсутствуют трансакционные расходы, а налоги не оказывают влияния на принимаемые решения. Все инвесторы одинаковым образом оценивают ситуацию и будут формировать одинаковый по составу рыночный портфель, в который в результате серии покупок и продаж каждой отдельной бумаги войдут все инструменты в соответствии с их удельными весами на рынке.

В реальной жизни практически невозможно сформировать действительно рыночный портфель, поскольку он должен включать все финансовые активы. Поэтому на практике в качестве рыночных рассматриваются портфели, которые образованы на основе индексов с широкой базой, например индекса *S&P 500*.

При пассивном управлении портфелем менеджер выбирает в качестве цели некий индекс и формирует портфель, изменение доходности которого соответствует динамике данного индекса. Пассивное управление отсюда получило название индексирования, а пассивные портфели — индексных фондов.

Стратегия, которой следуют пассивные менеджеры, предполагает непревышение эффективности первоначально составленного портфеля.

Графически пример пассивного управления портфелем менеджером представлен на рис. 15.

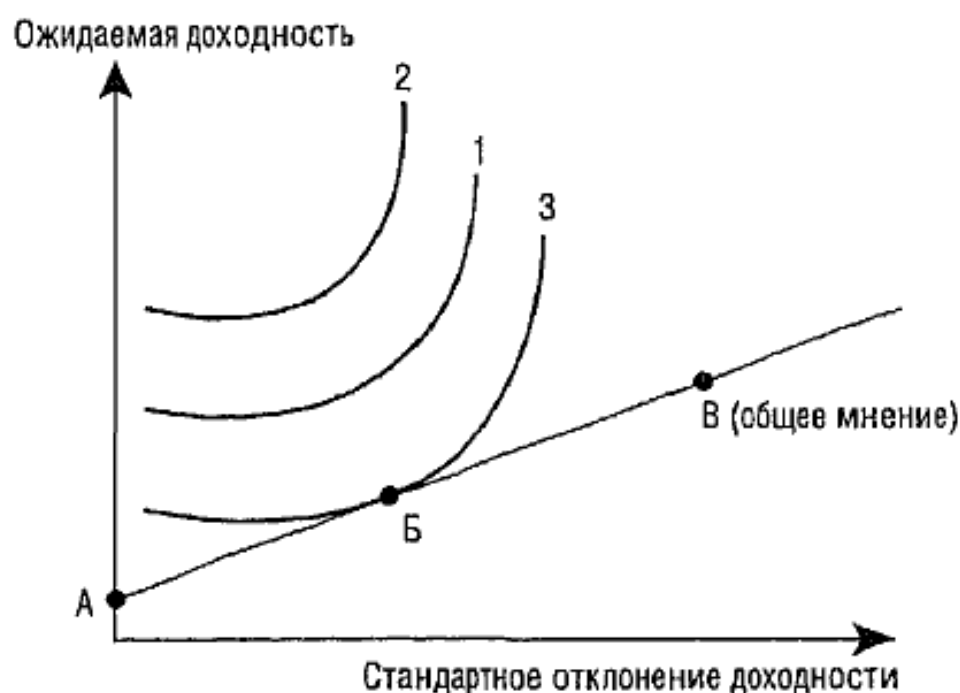


Рис. 15. Кривые безразличия (1, 2, 3) при пассивном управлении портфелем

Менеджер формирует портфель, в котором сочетание безрисковых ценных бумаг и индексного фонда схоже с рыночным портфелем. Точка А показывает доходность с нулевым риском, которую обеспечивают безрисковые ценные бумаги. Точка В — риск и ожидаемую доходность среднерыночного портфеля, которые соответствуют общему мнению на рынке. Линия, идущая через точки А и В, представляет собой сочетание двух типов инвестиций. Кривые безразличия (1, 2, 3) показывают отношение инвестора, для которого менеджер формирует портфель, к риску и доходности. Точка Б, в которой кривая безразличия является касательной к линии АВ, представляет собой оптимальное сочетание доходности и риска.

Обычно при пассивном управлении менеджер вносит изменения в портфель, если меняются предпочтения инвестора, значение безрис-

ковой ставки либо общие прогнозы риска и доходности рыночного портфеля. Поэтому задача менеджера по управлению портфелем заключается в наблюдении за значениями безрисковой ставки и состоянием индексного фонда, а также постоянном контакте с инвестором.

Практика показывает, что только 4% западных менеджеров используют пассивную тактику.

Активные менеджеры имеют собственные прогнозы риска и ожидаемой доходности, которые отличаются от общего мнения рынка. Они считают, что время от времени появляются неверно оцененные рынком ценные бумаги. При этом одни менеджеры могут быть настроены как «быки» по сравнению с общим мнением рынка относительно той или иной бумаги, другие — как «медведи». Первые будут держать в портфеле ценные бумаги в пропорции, большей чем нормальная, а вторые — в меньшей чем нормальная.

Основой активного управления портфелем является выбор ценных бумаг, приемлемых для формирования портфеля.

Выбор ценных бумаг может осуществляться несколькими способами. Перед активным менеджером стоит задача прогнозирования ожидаемой доходности, стандартного отклонения и ковариации всех доступных ценных бумаг. На основе этих прогнозов определяется эффективное множество, для которого будут построены кривые безразличия. Понятие эффективного множества связано со множеством всех оценок допустимых портфелей (речь идет о множестве оценок, а не портфелей), которое геометрически изображается множеством точек на критериальной плоскости. Поскольку инвестор при выборе ценных бумаг исходит лишь из оценок их доходности и риска, то множество показывает пределы эффективности его выбора.

Если объединить в портфель несколько ценных бумаг, корреляция доходности которых лежит в диапазоне от  $-1$  до  $+1$ , то в зависимости от их удельных весов можно построить множество портфелей с различными параметрами риска и доходности, которые расположатся в рамках фигуры АБВГ на рис. 16.

Рациональный инвестор будет стремиться минимизировать свой риск и увеличить доходность, поэтому всем возможным портфелям, представленным на рис. 16, он предпочтет только те, которые расположены на отрезке ДЕ и составляют эффективную границу множества. Это объясняется тем, что портфели на кривой ДЕ являются доминирующими по отношению к портфелям с тем же уровнем риска или с той же доходностью. Доминирующий портфель — это порт-

фель, который имеет самый высокий уровень доходности для данного уровня риска или наименьшее значение риска для данного значения доходности. Доминирующий портфель является лучшим выбором для инвестора из числа всех возможных портфелей.

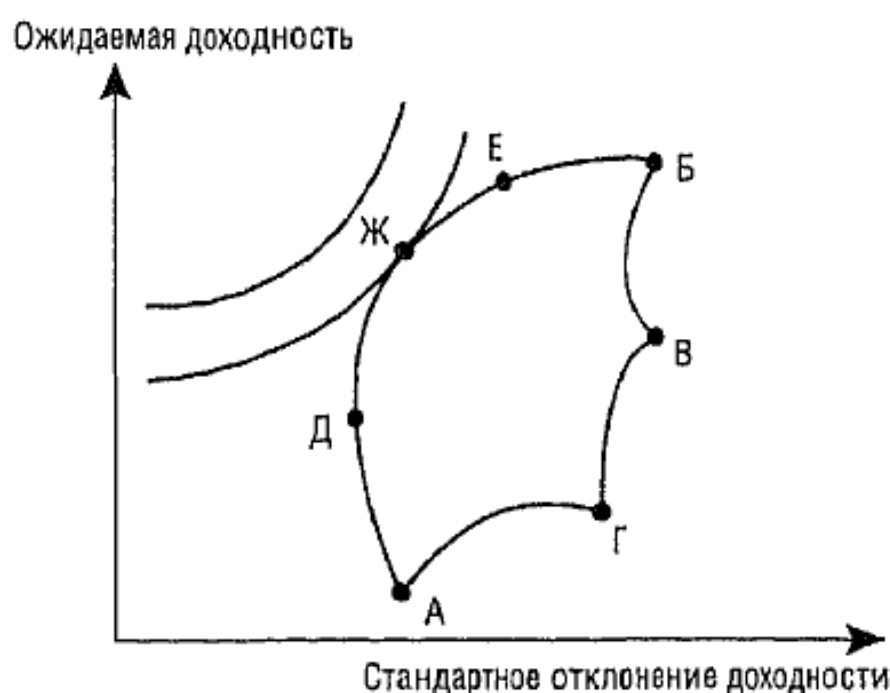


Рис. 16. Кривые безразличия при активном управлении портфелем

Набор портфелей на отрезке ДЕ называют эффективным набором, состоящим из доминирующих портфелей. Эффективный набор портфелей на кривой ДЕ составляет эффективную границу, определить которую можно с помощью компьютерных программ, рассчитав соответствующие удельные веса входящих в портфель ценных бумаг, при которых минимизируется значение стандартного отклонения для каждого данного уровня доходности.

Менеджеру следует делать инвестиции в те ценные бумаги, которые формируют оптимальный портфель инвестора, соответствующий точке, в которой кривая безразличия является касательной к эффективному множеству (точка Ж).

Однако обычно используется двухэтапная процедура выбора ценных бумаг и размещения активов. Сначала менеджер принимает решение инвестировать средства в обыкновенные акции и корпоративные облигации. Далее определяются показатели ожидаемой доходности, стандартного отклонения и ковариации для всех рассматриваемых акций, формируется эффективное множество и оптимальный портфель акций (аналогичная процедура проводится и в отношении облигаций). На втором этапе происходит размещение активов,

когда средства инвестора делятся между портфелями акций и облигаций. Снова составляются прогнозы ожидаемой доходности и стандартного отклонения для оптимальных портфелей акций и облигаций, а также степени ковариации между ними, рассчитываются показатели стандартного отклонения и ожидаемой доходности при всех возможных сочетаниях бумаг двух портфелей. После выбора эффективного множества данных сочетаний можно использовать кривые безразличия инвестора для выбора оптимального портфеля.

По истечении определенного времени первоначально сформированный портфель уже не может рассматриваться менеджером в качестве оптимального, наилучшего для инвестора в связи с изменением его отношения к риску и доходности, а также инвестиционных предпочтений или изменением прогнозов самого менеджера. В этом случае менеджер должен пересмотреть портфель. Во-первых, он должен определить, каким будет новый оптимальный портфель; во-вторых, выявить те виды бумаг в существующем портфеле, которые необходимо продать, и виды бумаг, которые следует купить взамен; в-третьих, переструктурировать имеющийся портфель.

Пересмотр портфеля связан с определенными дополнительными расходами, например, на комиссионные брокерам, потери от изменения цен на бумаги, разницу между ценами покупки и продажи и т.д. Для того чтобы пересмотр был эффективным, выгоды от пересмотра портфеля должны превышать издержки, обеспечивать увеличение ожидаемой доходности, а также уменьшение стандартного отклонения портфеля.

Основная цель менеджера состоит в том, чтобы подобрать такие бумаги, которые с учетом дополнительных издержек, связанных с пересмотром, позволят максимально улучшить показатели риска и доходности портфеля. Для снижения издержек многие менеджеры прибегают к стратегии пересмотра не в отношении отдельных бумаг, а целых классов активов, используя рынок свопов.

Свопы в чистом виде представляют собой контракты между двумя сторонами, которые обмениваются денежными потоками в течение определенного периода времени. Рынок свопов не регулируется со стороны государства. Динамичность, появление новых типов и видов свопов и отсутствие гарантий надежности партнеров являются его основными характеристиками. Участвующие в свопе лица сами несут риск надежности партнера и поэтому должны обращать особое внимание на его кредитоспособность, чтобы уменьшить риск неплатежа по



контракту. Нередко дилером по свопам выступает банк, который организует свопы для своих клиентов, выступая стороной контракта.

Наиболее распространенными являются свопы на акции и на процентную ставку.

В свопе на акции одна сторона соглашается уплатить другой сумму средств, величина которой зависит от изменения согласованного фондового индекса. Вторая сторона в свою очередь соглашается уплатить первой фиксированную сумму средств исходя из текущей процентной ставки. Оба потока платежей согласно контракту должны быть осуществлены в течение конкретного периода и предполагают выплату определенной ставки процента от номинала, указанного в контракте (ставка процента является плавающей для одной стороны и фиксированной для другой). По сути, с помощью свопа первая сторона продает акции и покупает облигации, а вторая сторона — продает облигации и покупает акции. Обе стороны эффективно пересматривают свои портфели с минимальными дополнительными издержками, которые определяются только размером комиссионных, уплачиваемых банку за организацию свопа.

В свопе на процентную ставку одна сторона соглашается осуществить в пользу другой стороны поток платежей, величина которого устанавливается на основе представительной процентной ставки (популярной является лондонская ставка предложения по межбанковским депозитам — *LIBOR*). Вторая сторона соглашается осуществить в пользу первой стороны поток фиксированных платежей, который основан на уровне процентных ставок в момент подписания контракта. Оба потока платежей должны быть осуществлены в течение конкретного периода и определяются в виде процентов от номинала контракта. Для одной стороны процент носит плавающий характер, для другой стороны — фиксированный. С помощью свопа на ставку процента первая сторона, по существу, продает краткосрочные бумаги с фиксированным доходом и покупает долгосрочные облигации, а вторая сторона продает долгосрочные облигации и покупает краткосрочные бумаги с фиксированным доходом. В результате обе стороны эффективно и с минимальными дополнительными издержками пересматривают свои портфели.

Обычно эффективность управления портфелем оценивается на некотором временном интервале (один год, два года и т.д.), внутри которого выделяются периоды (месяцы, кварталы). Этим обеспечивается достаточно представительная выборка для осуществления статистических оценок.

Для оценки эффективности управления портфелем необходимо измерить доходность и уровень его риска.

Определение доходности не представляет сложности, если на протяжении всего периода владения и управления портфелем он оставался неизменным, т.е. не было дополнительных инвестиций или изъятия средств. В этом случае доходность определяется на основе рыночной стоимости портфеля в начале и в конце рассматриваемого периода:

$$K = (V_1 - V_0) : V_0 \quad (136)$$

где  $K$  — доходность портфеля,  
 $V_1$  — конечная стоимость портфеля;  
 $V_0$  — начальная стоимость портфеля.

Рыночная стоимость портфеля вычисляется как сумма рыночных стоимостей ценных бумаг, входящих в портфель в данный момент времени.

Если на протяжении анализируемого периода портфель менялся, важно, в какой момент времени в него вносились изменения (т.е. вкладывались или изымались средства).

Если дополнительные инвестиции (или, наоборот, изъятие средств) осуществлялись непосредственно вскоре после начала анализируемого периода, то при исчислении доходности портфеля корректируется его начальная рыночная стоимость. При внесении денежных средств начальная стоимость должна быть увеличена на размер инвестиций, а при изъятии — уменьшена на эту же сумму.

Если дополнительные инвестиции (или, наоборот, изъятие средств) осуществлялись непосредственно перед концом анализируемого периода, то при исчислении доходности должна быть скорректирована конечная стоимость портфеля. Она должна быть уменьшена на величину дополнительно внесенной суммы или увеличена на сумму изъятых средств.

Корректировка в расчетах доходности портфеля необходима, так как это делает оценки корректными. Дополнительные инвестиции (или, наоборот, изъятие средств) меняют рыночную стоимость портфеля, следовательно, и его доходность и не имеют никакого отношения к инвестиционной активности менеджера, управляющего портфелем.

Если изменения в портфель вносились в середине анализируемого периода, можно использовать несколько методов для исчисления его доходности.

Один из методов основывается на внутренней ставке доходности. Например, если инвестиции ( $\Delta V$ ) сделаны в середине квартала, то внутренняя ставка доходности вычисляется исходя из уравнения:

$$V_0 = \Delta V : (1 + K) + V_1 : (1 + K)^2. \quad (137)$$

Найдя ставку доходности ( $K$ ) за половину квартала, можно определить доходность портфеля за квартал. Расчет квартальной доходности производится с использованием поквартальных сложных процентов:

$$K = (1 + K)^2 - 1. \quad (138)$$

Приблизительным способом расчета квартальной доходности может быть удвоение ставки доходности за половину квартала.

Другой метод исчисления основан на доходности, взвешенной во времени. Если предположить, что рыночная стоимость портфеля в середине квартала составляла ( $V'$ ), то после дополнительных инвестиций ( $\Delta V$ ) его рыночная стоимость возрастет и составит ( $V' + \Delta V$ ). Тогда доходность за первую часть квартала ( $K'$ ) составит:

$$K' = (V' - V_0) : V_0, \quad (139)$$

а за вторую часть квартала равна:

$$K'' = [V_1 - (V' + \Delta V)] : (V' + \Delta V). \quad (140)$$

Доходность в целом за квартал будет равна:

$$K = [(1 + K') (1 + K'')] - 1. \quad (141)$$

Метод исчисления доходности, взвешенной во времени, является более точным и корректным, так как использует рыночную стоимость портфеля перед каждым наличным платежом.

Определение годовой доходности портфеля может быть осуществлено двумя способами. Можно использовать обыкновенное суммирование квартальных доходностей. Однако более точным значением годовой доходности будет являться ставка, исчисленная по формуле сложных процентов, так как в ней учитывается стоимость одного рубля в конце года при условии, что он был вложен в начале года, и предполагается возможность реинвестирования как самого рубля, так и любой прибыли, полученной на него, в начале каждого нового квартала:

$$K = [(1 + K_1) (1 + K_2) (1 + K_3) (1 + K_4)] - 1. \quad (142)$$

Для оценки эффективности управления портфелем необходимо также оценить уровень его риска за выбранный временной интервал. Обычно оценивают два вида риска: рыночный с помощью бета-коэффициента, и общий, измеряемый стандартным отклонением. Правильный выбор анализируемого риска имеет большое значение. Если оцениваемый портфель инвестора является его единственной инвестицией, то наиболее подходящей мерой риска будет общий риск, измеряемый стандартным отклонением. Если же инвестор имеет несколько финансовых активов, то правильным будет оценка рыночного риска портфеля, измеряемого бета-коэффициентом, и его влияния на общий уровень риска.

Для оценки общего риска портфеля ( $\sigma_p$ ) за выбранный временной интервал используется формула

$$\sigma_p = \left[ \sum_{t=1}^T (k_{pt} - ak_p)^2 : (T - 1) \right]^{1/2}, \quad (143)$$

где  $k_{pt}$  — доходность портфеля за период  $t$ ;  
 $ak_p$  — средняя доходность портфеля;  
 $T$  — количество периодов, на которые разбит временной интервал.

Средняя доходность портфеля определяется по формуле

$$ak_p = \sum_{t=1}^T k_{pt} : T. \quad (144)$$

После расчета общего риска портфеля его можно сравнить со стандартным отклонением других портфелей и таким образом оценить риск.

Доходность портфеля можно сравнить с доходностями аналогов рыночного портфеля (например, S@P 500) для того, чтобы определить рыночный риск портфеля ( $\beta_p$ ) за анализируемый временной интервал:

$$\beta_p = \frac{\left( T \times \sum_{t=1}^T lk_{Mt} \times lk_{pt} \right) - \left( \sum_{t=1}^T lk_{pt} \times \sum_{t=1}^T lk_{Mt} \right)}{\left( T \times \sum_{t=1}^T lk_{Mt}^2 \right) - \left( \sum_{t=1}^T lk_{Mt} \right)^2}, \quad (145)$$

где  $lk_{pt}$  — избыточная доходность оцениваемого портфеля за временной интервал  $t$ .

При этом:

$$lk_{pt} = k_{pt} - k_{ft} \quad (146)$$

где  $k_{pt}$  — доходность портфеля за период  $t$ ;  
 $k_{ft}$  — доходность безрисковых ценных бумаг за период  $t$ .

$$lk_{Mt} = k_{Mt} - k_{ft} \quad (147)$$

где  $lk_{Mt}$  — избыточная доходность рыночного индекса за период  $t$ ;  
 $k_{Mt}$  — доходность любого рыночного индекса за период  $t$ .

Определенная таким образом оценка риска портфеля может быть использована в качестве меры его рыночного риска на данном временном интервале.

Мера эффективности управления портфелем, основанная на учете риска, построена таким образом, чтобы показать, насколько он эффективен по сравнению с эталонным портфелем и набором других портфелей.

Мерой эффективного управления портфелем, построенной на принципе учета риска, является разность между средней доходностью портфеля ( $\alpha K_p$ ) и доходностью эталонного портфеля ( $\alpha K_{bp}$ ). Эта разность носит название дифференцированной доходности ( $\alpha_p$ ):

$$\alpha_p = \alpha K_p - \alpha K_{bp} \quad (148)$$

Положительное значение величины  $\alpha_p$  портфеля означает, что его средняя доходность с учетом риска превосходила доходность эталонного портфеля, а значит, управление было высокоэффективным. Отрицательное значение показывает низкоэффективное управление портфелем, так как средняя его доходность была ниже доходности эталонного портфеля.

Эталонным называют портфель, который обычно состоит из сочетания акций, являющихся базой для определения рыночного индекса, и безрисковых ценных бумаг. Каждая конкретная комбинация активов выбирается таким образом, чтобы риск эталонного портфеля равнялся риску инвестора. Поэтому, например, портфель инвестора с бета-коэффициентом 0,8 сравнивается с эталонным портфелем, который на 80% состоит из акций выбранного рыночного индекса и на 20% из безрисковых активов.

**СПЕЦИАЛЬНЫЕ ТЕМЫ ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА****Глава 20. Реструктуризация и банкротство предприятия**

---

**20.1. Общие положения**

Для успешного функционирования рыночной экономики огромное значение имеют процессы реструктуризации и банкротства предприятий, проводимые на основе законодательных актов.

Институт банкротства известен всем странам с рыночной экономикой. Ликвидация безнадежно неплатежеспособных должников является положительной мерой, которая выводит неэффективное предприятие из числа действующих. Однако признание должника банкротом имеет и негативные последствия, поскольку затрагивает не только имущественные интересы должника, но права и интересы большого круга лиц — его работников, партнеров, кредиторов и других, порождая значительные социальные издержки. Законодательство предусматривает комплекс мер по восстановлению платежеспособности должника, направленных на предотвращение массовых банкротств. В свою очередь угроза банкротства побуждает не только предприятия, но и органы государственного управления принимать активные меры к восстановлению активного баланса и улучшению деятельности коммерческих организаций.

В то же время процедура банкротства часто является положительной мерой и для должника. Она позволяет ему погасить свои обязательства за счет оставшегося имущества и затем, освободившись от долгов, начать новое дело.

В законодательстве Российской Федерации институт банкротства получил правовое закрепление в Законе РФ от 19 ноября 1992 г. № 3929-1 «О несостоятельности (банкротстве) предприятий», а затем в ст. 61 и 65 Гражданского кодекса Российской Федерации.

Новый Федеральный закон от 8 января 1998 г. № 6-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)» в большей степени соответствует со-

временным условиям экономического развития страны и значительно лучше регулирует различные отношения при банкротстве.

Под несостоятельностью (банкротством) понимается признание арбитражным судом или объявленная должником неспособность должника в полном объеме удовлетворить требования кредиторов по денежным обязательствам и (или) исполнить обязанность по уплате обязательных платежей. Предприятие считается не способным удовлетворить требования кредиторов, если его обязательства не исполнены в течение трех месяцев с момента наступления даты их исполнения. Арбитражный суд возбуждает дело о банкротстве, если требования к должнику в совокупности составляют не менее 500 минимальных размеров оплаты труда.

Гражданским кодексом Российской Федерации предусмотрено, что предприятие (кроме казенного) может быть объявлено банкротом по решению суда или по своему собственному совместно с кредиторами решению. В любом случае оно должно быть ликвидировано принудительно или добровольно.

Вместе с тем банкротство может быть преднамеренным или фиктивным. Фиктивное банкротство представляет собой случай, когда у должника при подаче заявления в арбитражный суд есть возможность удовлетворить требования кредиторов в полном объеме. Это делается, как правило, с целью получения от кредиторов отсрочки (рассрочки) платежей или скидок с долгов. Должник, подавший такое заявление, несет перед кредиторами ответственность за ущерб, причиненный его подачей. Преднамеренное банкротство возникает по вине учредителей (участников) должника, когда руководитель или собственник умышленно делает предприятие неплатежеспособным. В этом случае на собственников или иных лиц при недостаточности имущества должника может быть возложена субсидиарная ответственность по его обязательствам.

Вместе с тем в Законе о банкротстве не различаются понятия несостоятельности и банкротства, тогда как несостоятельность возникает вместе с неплатежеспособностью, а банкротство является ее результатом.

Названным Законом устанавливается слишком жесткий подход к должнику, не способному в полном объеме удовлетворять требования кредиторов, однако он не учитывает наличие у него дебиторской задолженности, в том числе и государственной. Неплатежи в течение трех месяцев при значительной дебиторской задолженности не все-

гда означают неспособность удовлетворять требования кредиторов, иногда это происходит по не зависящим от предприятия обстоятельствам. При этом минимальная сумма для обращения в арбитражный суд в размере 500 МРОТ слишком мала для средних и крупных предприятий.

Закон о несостоятельности (банкротстве) много внимания уделяет вопросам предупреждения банкротства, предусматривая меры по финансовому оздоровлению должника, проводимые собственниками имущества, органами федеральной исполнительной власти субъектов Российской Федерации, а также органами местного самоуправления. Эти меры следует применять к неплатежеспособному должнику до момента подачи в арбитражный суд заявления о признании его банкротом. Инициатива по оздоровлению должника может исходить от кредиторов либо от иного лица по соглашению с должником. Однако финансовая и другая помощь может осуществляться лишь с согласия должника. При этом важно до определенного момента не разглашать информацию о финансовом положении должника, чтобы не усугубить его положения и не снизить эффективность мер по оздоровлению.

К мерам по предотвращению банкротства следует отнести в первую очередь оказание финансовой помощи должнику (на возмездной или безвозмездной основе), предоставление инвестиций под гарантии (залог, поручительство) определенных лиц, а также организационные меры по укреплению руководства неплатежеспособных должников. Кроме того, в Законе о банкротстве выделяется досудебная социально-финансовая помощь должнику (досудебная санация) в необходимом размере, достаточном для выхода из неплатежеспособного положения и погашения задолженности по денежным обязательствам, в том числе по обязательным платежам.

Финансовая помощь может быть оказана собственниками имущества должника, учредителями, а также иными лицами.

Досудебная санация предприятий может быть проведена за счет средств федерального бюджета и государственных внебюджетных фондов.

## 20.2. Понятия, используемые при банкротстве

Для того чтобы разобраться в процедуре банкротства, необходимо уяснить терминологию Федерального закона о банкротстве.



Несостоятельность (банкротство) — признанная арбитражным судом или объявленная должником неспособность должника в полном объеме удовлетворять требования кредиторов по денежным обязательствам и (или) исполнить обязанности по уплате обязательных платежей.

Должник — это гражданин (им может быть индивидуальный предприниматель) или юридическое лицо, не способные удовлетворить требования кредиторов по денежным обязательствам и (или) исполнить обязанность по уплате обязательных платежей в течение срока, установленного законом.

Денежное обязательство — обязанность должника уплатить кредитору определенную сумму по гражданско-правовому договору и по иным основаниям, предусмотренным Гражданским кодексом РФ.

Обязательные платежи — налоги, сборы и иные обязательные взносы в бюджет и во внебюджетные фонды в порядке и на условиях, которые определяются законодательством Российской Федерации.

Руководитель должника — единоличный исполнительный орган юридического лица, а также иные лица, осуществляющие в соответствии с федеральными законами деятельность от имени юридического лица без доверенности.

Конкурсные кредиторы — кредиторы по денежным обязательствам, за исключением граждан, перед которыми должник несет ответственность за причинение вреда жизни и здоровью, а также учредителей (участников) должника — юридического лица по обязательствам, вытекающим из такого участия.

Досудебная санация — меры по восстановлению платежеспособности должника, принимаемые собственником имущества должника — унитарным предприятием, учредителями (участниками) должника — юридическим лицом, кредиторами должника и иными лицами в целях предупреждения банкротства.

Наблюдение — процедура банкротства, применяемая к должнику с момента принятия арбитражным судом заявления о признании его банкротом до момента, определяемого в соответствии с законом, в целях обеспечения сохранности имущества должника и проведения анализа его финансового состояния.

Внешнее управление (судебная санация) — процедура банкротства, применяемая к должнику в целях восстановления его платежеспособности, с передачей полномочий по управлению должником внешнему управляющему.

Конкурсное производство — процедура банкротства, применяемая к должнику, признанному банкротом, в целях соразмерного удовлетворения требований кредиторов.

Арбитражный (временный, внешний, конкурсный) управляющий — лицо, назначаемое арбитражным судом для проведения процедур банкротства и осуществления иных полномочий, установленных законом.

Временный управляющий — лицо, назначаемое арбитражным судом для наблюдения, осуществления мер по обеспечению сохранности имущества должника и иных полномочий, установленных законом.

Внешний управляющий — лицо, назначаемое арбитражным судом для проведения внешнего управления и осуществления иных полномочий, установленных законом.

Конкурсный управляющий — лицо, назначаемое арбитражным судом для проведения конкурсного производства и осуществления иных полномочий, установленных законом.

Мораторий — приостановление исполнения должником денежных обязательств и уплаты обязательных платежей.

Представитель работников должника — лицо, уполномоченное работниками должника представлять их интересы при проведении процедур банкротства.

### 20.3. Должник и кредиторы

Правом на обращение в арбитражный суд с заявлением о признании должника банкротом обладают:

1) при неисполнении денежных обязательств — должник, кредитор и прокурор;

2) при неисполнении обязанности по уплате обязательных платежей — должник, прокурор, налоговые и иные уполномоченные органы.

Руководитель должника обязан обратиться в арбитражный суд не позднее одного месяца с момента возникновения соответствующих обстоятельств в следующих случаях:

1) когда удовлетворение требований одного или нескольких кредиторов приводит к невозможности исполнения денежных обязательств перед другими кредиторами;

2) когда уполномоченным органом должника принято решение об обращении в арбитражный суд;

3) если при ликвидации предприятия установлена невозможность удовлетворить требования кредиторов в полном объеме, руководитель должника подает совместное заявление с ликвидационной комиссией.

При неподаче должником заявления в арбитражный суд в установленных случаях и в срок могут быть применены следующие санкции:

1) субсидиарная ответственность руководителя должника и членов ликвидационной комиссии по обязательствам должника перед кредиторами, возникшим после истечения срока, установленного для подачи заявления;

2) руководитель должника и члены ликвидационной комиссии могут быть лишены права занимать руководящие должности и (или) осуществлять предпринимательскую деятельность по управлению юридическими лицами (дисквалифицированы на определенный срок);

3) руководитель должника может быть привлечен к уголовной ответственности.

Кредиторами по денежным обязательствам могут быть российские и иностранные физические и юридические лица, а также Российская Федерация, ее субъекты и муниципальные образования в лице уполномоченных органов государственной власти и местного самоуправления.

Правом на подачу заявления в арбитражный суд о признании должника банкротом обладают конкурсные кредиторы, интересы которых представляют собрание и комитет кредиторов. Они также осуществляют все действия в отношении должника, поэтому с момента принятия арбитражным судом заявления о признании должника банкротом кредиторы не имеют права обращаться к должнику в целях удовлетворения своих индивидуальных требований, чтобы не нанести ущерб интересам остальных кредиторов.

Собрание кредиторов созывается по инициативе одной трети от числа конкурсных кредиторов, либо если требования конкурсных кредиторов составляют не менее одной трети от общей суммы требований, внесенных в реестр требований кредиторов. Собрание созывается в двухнедельный срок и проводится, как правило, по месту нахождения должника. Голоса кредиторов распределяются пропорционально сумме их требований к должнику на дату проведения собрания.

Собрание кредиторов имеет право принимать следующие решения:

- 1) о введении и продлении внешнего управления и об обращении по этому вопросу в арбитражный суд;
- 2) о заключении мирового соглашения;
- 3) об обращении в арбитражный суд с ходатайством о признании должника банкротом и открытии конкурсного производства;
- 4) об избрании членов комитета кредиторов, определении его количественного состава и досрочном прекращении его полномочий.

Решения на собрании кредиторов принимаются большинством голосов. Отдельные решения принимаются большинством голосов от общего числа голосов конкурсных кредиторов: о введении и продлении внешнего управления; об обращении в арбитражный суд о признании должника банкротом; об открытии конкурсного производства; об отстранении арбитражного управляющего.

В арбитражный суд может быть подано заявление или одним кредитором, или их объединением. В последнем случае его подписывают все объединившиеся кредиторы. Заявление от имени Российской Федерации, ее субъекта или муниципального образования подается уполномоченным органом государственной власти или местного самоуправления. К заявлению налогового или иного уполномоченного органа должны быть приложены доказательства принятия мер к получению задолженности по обязательным платежам.

Прокурор вправе обратиться в арбитражный суд с заявлением о признании должника банкротом в следующих случаях:

- 1) когда им обнаружены признаки преднамеренного банкротства;
- 2) когда у должника имеется задолженность по обязательным платежам;
- 3) в интересах кредитора по денежным обязательствам Российской Федерации, ее субъекта, муниципального образования.

Лицами, участвующими в деле о банкротстве, являются:

- должник;
- арбитражный управляющий;
- конкурсные кредиторы;
- налоговые и иные уполномоченные органы;
- прокурор (в случае рассмотрения дела о банкротстве по его заявлению);
- государственный орган по делам о банкротстве и финансовому оздоровлению (в определенных случаях).

Арбитражный суд выносит определение о принятии заявления о признании должника банкротом в течение трех дней с момента его поступления. Он вправе по заявлению лица, участвующего в деле о банкротстве, принять меры по обеспечению требований кредиторов:

- запретить совершать без согласия арбитражного управляющего определенные сделки;
- обязать должника передать ценные бумаги, валютные ценности и иное имущество на хранение третьим лицам;
- иные меры по сохранности имущества должника.

Эти меры действуют до одного из следующих моментов:

- 1) введения и назначения внешнего управляющего;
- 2) судебного признания должника банкротом, открытия конкурсного производства и назначения конкурсного управляющего;
- 3) утверждения арбитражным судом мирового соглашения;
- 4) принятия решения об отказе в признании должника банкротом.

Должник в пятидневный срок со дня получения определения о принятии заявления кредитора арбитражным судом обязан:

- направить отзыв на такое заявление в арбитражный суд, заявителю и иным лицам, участвующим в деле о банкротстве;
- уведомить всех кредиторов, не указанных в заявлении, о возбуждении дела о банкротстве.

Арбитражный суд при подготовке дела о банкротстве к судебному разбирательству для определения финансового состояния должника вправе назначить экспертизу.

Предельный срок рассмотрения дела о банкротстве — не более трех месяцев со дня поступления заявления с возможностью его продления на срок не более двух месяцев.

По результатам рассмотрения дела о банкротстве арбитражный суд принимает один из следующих актов:

- 1) о признании должника банкротом;
- 2) об отказе в признании должника банкротом;
- 3) о введении внешнего управления;
- 4) о прекращении производства по делу о банкротстве.

Решение арбитражного суда о признании должника банкротом принимается в случае установления признаков банкротства и при отсутствии оснований для введения внешнего управления.

Решение о признании должника банкротом публикуется арбитражным судом в «Вестнике Высшего Арбитражного Суда Российской

Федерации» и официальном издании государственного органа по делам о банкротстве за счет должника.

Решение арбитражного суда об отказе в признании должника банкротом принимается в случаях:

- 1) отсутствия признаков банкротства;
- 2) удовлетворения заявленных требований до принятия арбитражным судом решения по делу о банкротстве;
- 3) установления фиктивного банкротства.

Арбитражный суд может предложить должнику погасить требования кредиторов в установленный срок, если у должника достаточно ликвидного имущества (по ходатайству должника).

Арбитражный суд прекращает производство по делу о банкротстве в случаях:

- 1) восстановления платежеспособности должника в ходе внешнего управления;
- 2) заключения мирового соглашения.

Арбитражным судом применяются следующие процедуры банкротства: наблюдение, внешнее управление, конкурсное производство, мировое соглашение и иные процедуры.

#### 20.4. Наблюдение

Наблюдение за должником вводится арбитражным судом с момента принятия заявления. Цель этой процедуры — обеспечить сохранность имущества должника и принять решение в отношении должника. Именно поэтому с момента вынесения арбитражным судом определения о принятии заявления:

- имущественные требования к должнику могут быть предъявлены только с учетом сложившейся ситуации; ранее начатые дела, связанные с предъявленными требованиями к должнику по ходатайству кредитора, приостанавливаются;

- приостанавливается исполнение исполнительных документов по имущественным взысканиям, за исключением исполнительных документов судов о взыскании задолженности по заработной плате, выплате вознаграждений по авторским договорам, алиментов, а также о возмещении вреда, причиненного жизни, здоровью, и морального вреда;

- запрещается удовлетворение требований участника должника — юридического лица о выделении доли (пая) в имуществе должника в связи с выходом из состава участников.

При введении наблюдения арбитражный суд принимает решение о назначении временного управляющего. При этом руководитель и администрация должника продолжают осуществлять свои полномочия с ограничениями. С согласия временного управляющего они могут совершать сделки, связанные:

- с передачей недвижимого имущества в аренду, залог, внесением его в качестве вклада в уставный капитал других предприятий и организаций;
- с распоряжением иным имуществом, балансовая стоимость которого более 10% стоимости активов должника;
- с получением и выдачей кредитов и займов, поручительств и гарантий, уступкой прав требований, переводом долга, с учреждением доверительного управления имуществом должника.

Руководитель и администрация должника не имеют права принимать решения:

- 1) о реорганизации и ликвидации должника;
- 2) о создании филиалов и представительств;
- 3) о выплате дивидендов;
- 4) о размещении облигаций и иных эмиссионных ценных бумаг;
- 5) о выходе из состава участников должника — юридического лица;
- 6) о приобретении у акционеров ранее выпущенных акций.

Арбитражный суд по ходатайству лица, участвующего в деле о банкротстве, или временного управляющего вправе отстранить руководителя должника от должности и возложить исполнение обязанностей руководителя на временного управляющего в следующих случаях:

- если не принимаются необходимые меры по обеспечению сохранности имущества должника;
- если чинятся препятствия временному управляющему при исполнении его обязанностей.

Целями анализа финансового состояния должника являются определение достаточности принадлежащего должнику имущества для покрытия судебных расходов и расходов на выплату вознаграждения арбитражным управляющим, а также восстановление платежеспособности должника.

Одной из обязанностей временного управляющего является определение даты и проведение первого собрания кредиторов. Кредиторы в месячный срок с момента получения уведомления временного

управляющего о принятии арбитражным судом заявления должны направить в арбитражный суд и должнику свои требования. Требования, признанные установленными, в сопровождении необходимых документов направляются временному управляющему.

Первое собрание кредиторов должно состояться не позднее 10 дней до даты заседания арбитражного суда. В нем принимают участие без права голоса временный управляющий, руководитель должника и представитель работников должника.

Собрание кредиторов может принять следующие решения:

1) об обращении в арбитражный суд с ходатайством о введении внешнего управления или признании должника банкротом и открытии конкурсного производства;

2) о предлагаемом сроке и кандидатуре внешнего управляющего;

3) о количественном составе комитета кредиторов и избрании его членов.

Арбитражный суд на основании постановления первого собрания акционеров принимает соответствующие решения: или о признании должника банкротом, или о введении внешнего управления, или об утверждении мирового соглашения. С этого момента наблюдение прекращается. Временный управляющий исполняет свои обязанности до назначения внешнего или конкурсного управляющего.

Временный управляющий назначается арбитражным судом при введении наблюдения с целью обеспечения сохранности имущества должника и подготовки решения в его отношении. Он действует до принятия одного из следующих решений:

1) введения внешнего управления;

2) признания должника банкротом, открытия конкурсного производства и назначения конкурсного управляющего;

3) отказа о признании должника банкротом;

4) утверждения мирового соглашения.

Временный управляющий имеет право:

1) предъявлять в арбитражный суд от своего имени требования о признании недействительными сделок, а также о применении последствий недействительности ничтожных сделок, заключенных или исполненных должником с нарушением требований;

2) обращаться в арбитражный суд с ходатайством о принятии дополнительных мер по обеспечению сохранности имущества должника, отмене таких мер, а также отстранении руководителя должника от должности;



3) получать любую информацию и документы, касающиеся деятельности должника.

Временный управляющий обязан:

- 1) принимать меры по обеспечению сохранности имущества должника;
- 2) проводить анализ финансового состояния должника;
- 3) определять наличие признаков фиктивного или преднамеренного банкротства;
- 4) устанавливать кредиторов должника и размеры их требований, уведомлять кредиторов о возбуждении дела о банкротстве;
- 5) созывать первое собрание кредиторов.

### 20.5. Внешнее управление

Внешнее управление вводится арбитражным судом на основании решения собрания кредиторов на срок не более 12 месяцев, который может быть продлен не более чем на 6 месяцев.

Целью внешнего управления является восстановление платежеспособности должника с передачей полномочий внешнему управляющему. С момента введения внешнего управления:

- 1) руководитель должника отстраняется от должности, а управление его делами возлагается на внешнего управляющего;
- 2) прекращаются полномочия органов управления должника и собственника имущества должника (унитарного предприятия); органы управления должника в течение трех дней с момента назначения внешнего управляющего обязаны обеспечить передачу ему бухгалтерской и другой документации, печати и штампов, материальных и иных ценностей;
- 3) отменяются ранее принятые меры по обеспечению требований кредиторов;
- 4) вводится мораторий на удовлетворение требований кредиторов по денежным обязательствам и обязательным платежам должника.

Мораторий на удовлетворение требований кредиторов распространяется на денежные обязательства и обязательные платежи, сроки исполнения которых наступили до введения внешнего управления, и включает следующие положения:

- 1) не допускается взыскание по исполнительным и иным документам;

2) приостанавливается исполнение ранее вступивших в законную силу исполнительных документов по имущественным взысканиям, кроме исполнительных документов о взыскании задолженности по заработной плате, выплате вознаграждения по авторским договорам, алиментов, а также о возмещении вреда, причиненного жизни и здоровью, и морального вреда;

3) не начисляются неустойки (штрафы, пени) и иные финансовые санкции за неисполнение или ненадлежащее исполнение денежных обязательств и обязательных платежей, а также подлежащих уплате процентов.

Эти положения не распространяются на требования, наступившие после введения внешнего управления.

Внешний управляющий обязан рассмотреть все требования кредиторов и уведомить их о результатах в течение месяца с момента предъявления. Он вправе самостоятельно распоряжаться имуществом должника, а в отношении крупных сделок и сделок, где возникает заинтересованность внешнего управляющего или конкурсного кредитора, — с согласия комитета или собрания кредиторов. С их же согласия могут быть приняты решения об увеличении расходов должника на оплату труда его работников.

Обязанностью внешнего управляющего является разработка в течение месяца после назначения плана внешнего управления и представление его на утверждение собрания кредиторов. Целью плана является определение мер по восстановлению платежеспособности должника, связанных с ликвидацией признаков банкротства, т.е. ликвидацией исполненных в срок более трех месяцев обязательств и обязанностей. Утвержденные собранием кредиторов план внешнего управления и протокол собрания кредиторов представляются в арбитражный суд внешним управляющим в течение пяти дней после проведения собрания.

В план внешнего управления могут быть включены следующие меры по восстановлению платежеспособности должника:

- перепрофилирование производства;
- закрытие нерентабельных производств;
- получение дебиторской задолженности;
- продажа части имущества должника;
- уступка прав требования должника;
- исполнение обязательств должника собственником его имущества или третьими лицами;
- продажа предприятия-должника и т.д.

Продажа предприятия производится, как правило, на аукционе и реже — на конкурсе. При продаже предприятия отчуждаются все виды его имущества. В то же время денежные обязательства и обязательные платежи должника на дату принятия им заявления не включаются в состав предприятия. Все трудовые договоры сохраняют силу, права и обязанности работодателя переходят к покупателю. Сумма, вырученная от продажи предприятия, включается в состав имущества должника. Если за счет вырученной суммы удовлетворяются все требования кредиторов, производство по делу о банкротстве прекращается арбитражным судом по заявлению внешнего управляющего. При ее недостаточности внешний управляющий предлагает кредиторам заключить мировое соглашение. При невозможности его достижения арбитражный суд объявляет должника банкротом и открывает конкурсное производство. Расчеты с кредиторами в этом случае, кроме кредиторов первой и второй очереди, недопустимы.

Продажа части имущества должника производится аналогичным образом.

Внешний управляющий назначается арбитражным судом при введении внешнего управления на срок до 12 месяцев (с продлением не более чем на 6 месяцев) с целью восстановления платежеспособности должника. Он действует до момента назначения нового руководителя должника или конкурсного управляющего.

Внешний управляющий имеет право:

- самостоятельно распоряжаться имуществом должника;
- заключать от имени должника мировое соглашение;
- заявлять отказ от исполнения договоров должника.

Внешний управляющий обязан:

- принять в ведение имущество должника и провести его инвентаризацию;
- открыть специальный счет для проведения внешнего управления и расчетов с кредиторами;
- разработать и представить на утверждение собрания кредиторов план внешнего управления;
- вести бухгалтерский и другой учет и отчетность;
- заявлять возражения по требованиям кредиторов к должнику;
- принимать меры по взысканию задолженности перед должником;
- рассматривать требования кредиторов;
- вести реестр требований кредиторов;

- предоставлять собранию кредиторов отчет по итогам реализации плана внешнего управления и др.

Уступка прав требований должника производится внешним управляющим на открытых торгах с согласия комитета или собрания кредиторов.

Третьи лица могут исполнить обязательства должника при условии единовременного погашения требований всех конкурсных кредиторов в соответствии с реестром. Аналогично погашаются обязательства собственников имущества должника — унитарного предприятия.

Внешнее управление завершается отчетом внешнего управляющего на собрании кредиторов не позднее чем за 15 дней до окончания срока с предложением:

- о прекращении внешнего управления в связи с восстановлением платежеспособности должника;
- о заключении мирового соглашения;
- о продлении установленного срока внешнего управления;
- о прекращении внешнего управления и обращении в арбитражный суд с ходатайством о признании должника банкротом и открытии конкурсного производства.

Утвержденные собранием кредиторов, а в дальнейшем и арбитражным судом, отчеты внешнего управляющего являются основанием для прекращения производства по делу о банкротстве. Если по ходатайству собрания кредиторов арбитражный суд устанавливает срок окончания расчетов с кредиторами (до 6 месяцев), производство по делу о банкротстве прекращается после этого срока. Если в установленный срок расчеты не произведены, арбитражный суд объявляет должника банкротом.

Расчеты с кредиторами производятся внешними управляющими в соответствии с реестром требований кредиторов начиная со дня утверждения отчета внешнего управляющего арбитражным судом.

После окончания внешнего управления полномочия внешнего управляющего прекращаются с момента назначения или нового руководителя должника, или конкурсного управляющего.

## 20.6. Конкурсное производство

Конкурсное производство открывается после принятия арбитражным судом решения о признании должника банкротом. Целью его является соразмерное удовлетворение требований кредиторов.

Открывается оно на срок до одного года с возможностью продления еще на 6 месяцев, а иногда и более.

Последствия открытия конкурсного производства могут быть следующие:

- 1) сроки исполнения всех денежных обязательств, а также отсроченных обязательных платежей должника считаются наступившими;
- 2) прекращается начисление неустоек (штрафов, пени), процентов и иных финансовых санкций по всем видам задолженности должника;
- 3) отменяются конфиденциальность и коммерческая тайна в отношении сведений о финансовом состоянии должника;
- 4) отменяются ранее наложенные аресты на имущество должника и иные ограничения по распоряжению им;
- 5) все требования к должнику могут быть предъявлены только в рамках конкурсного производства и др.

В данной ситуации арбитражный суд может назначить одного или нескольких конкурсных управляющих с распределением обязанностей между ними. К конкурсному управляющему переходят полномочия по управлению делами должника, в том числе по распоряжению его имуществом.

Все имущество должника на момент открытия конкурсного производства, а также выявленное в течение его составляет конкурсную массу. Социально-культурные объекты, жизненно необходимые для региона, подлежат передаче соответствующим муниципальным органам местного самоуправления. У должника должен быть оставлен только один счет в банке, остальные подлежат закрытию.

После инвентаризации и оценки имущества должника конкурсный управляющий приступает к его продаже, как правило, на открытых торгах, на условиях, одобренных собранием или комитетом кредиторов.

Не проданное на первых торгах имущество продается на повторных торгах или без торгов. Имущество, которое не удалось продать и которое осталось после погашения требований кредиторов, принимается на баланс муниципальных округов.

Конкурсный управляющий не реже одного раза в месяц представляет комитету или собранию кредиторов отчет о своей деятельности, информацию о финансовом состоянии должника, его имуществе и др.

После завершения расчетов с кредиторами конкурсный управляющий обязан представить в арбитражный суд отчет о результатах проведения конкурсного производства.

После рассмотрения отчета конкурсного управляющего арбитражный суд выносит определение о завершении конкурсного производства, что является основанием для внесения в единый государственный реестр юридических лиц записи о ликвидации должника. С этого момента полномочия конкурсного управляющего прекращаются, конкурсное производство считается завершенным, а должник — ликвидированным.

Конкурсный управляющий назначается арбитражным судом после принятия им решения о признании должника банкротом с целью соразмерного удовлетворения требований кредиторов. Он действует до вынесения определения арбитражного суда о завершении конкурсного производства и ликвидации должника.

Конкурсный управляющий обязан:

- принять и вести имущество должника, проводить его инвентаризацию и оценку, принимать меры по обеспечению его сохранности;
- анализировать финансовое состояние должника;
- предъявлять третьим лицам, имеющим задолженность перед должником, требования о ее взыскании;
- уведомлять работников должника о предстоящем увольнении;
- заявлять возражения по предъявленным к должнику требованиям кредиторов;
- заявлять отказ от исполнения договоров должника;
- принимать меры, направленные на поиск, выявление и возврат имущества должника, находящегося у третьих лиц, и др.

## 20.7. Очередность удовлетворения требований кредиторов

Очередность удовлетворения требований кредиторов определяется ст. 64 ГК РФ и Законом о банкротстве.

До удовлетворения требований кредиторов, т.е. вне очереди, покрываются следующие расходы:

- судебные;
- выплаты вознаграждения арбитражным управляющим;
- текущие коммунальные и эксплуатационные платежи должника;
- требования кредиторов по обязательствам должника, возникшим в ходе наблюдения, внешнего управления и конкурсного производства.

Требования кредиторов удовлетворяются в следующей очередности:

- 1) требования граждан за причинение вреда жизни или здоровью;
- 2) расчеты по выплатам выходных пособий и оплате труда с лицами, работающими по трудовому договору или контракту, и по выплате вознаграждений по авторским договорам;
- 3) выплаты по обязательствам, обеспеченным залогом имущества должника;
- 4) требования по обязательным платежам в бюджет и во внебюджетные фонды;
- 5) расчеты с другими кредиторами.

Размер требований первой очереди определяется путем капитализации соответствующих платежей на момент принятия решения о банкротстве, которые выплачиваются гражданину при достижении им семидесяти лет, но не менее, чем за десять лет. При согласии гражданина его право требования к должнику в сумме капитализированных повременных платежей переходит к Российской Федерации.

Требования по выплате выходных пособий и оплате труда по трудовому договору определяются с учетом непогашенной задолженности на момент принятия арбитражным судом заявления о банкротстве, которая включается в общую сумму задолженности должника перед кредиторами второй очереди.

Размер требований третьей очереди определяется задолженностью должника по обязательству в части, обеспеченной залогом. Задолженность в части, не обеспеченной залогом имущества должника, учитывается в составе требований пятой очереди.

Требования четвертой очереди (по обязательным платежам) включают задолженность (недоимку), образовавшуюся на момент принятия арбитражным судом заявления о признании должника банкротом. Суммы штрафов, пени и иных финансовых санкций удовлетворяются в пятую очередь после погашения задолженности и причитающихся процентов.

## 20.8. Мировое соглашение

Мировое соглашение должник и кредиторы могут заключить на любой стадии рассмотрения дела арбитражным судом. Решение об этом принимается собранием кредиторов большинством голосов конкурсных кредиторов и при условии, если за него проголосовали

все кредиторы по обязательствам, обеспеченным залогом имущества должника. Решение со стороны должника принимается руководителем должника, внешним или конкурсным управляющим. В мировом соглашении могут участвовать третьи лица, принимающие на себя права и обязанности, предусмотренные этим соглашением.

Обязательным условием мирового соглашения является заключение его только после погашения задолженности по требованиям кредиторов первой и второй очереди.

Мировое соглашение может содержать следующие условия:

- об отсрочке или рассрочке исполнения обязательств должника;
- об уступке прав требований должника;
- об исполнении прав требований должника;
- об исполнении обязательств должника третьими лицами;
- о скидке с долга;
- об обмене требований на акции;
- об удовлетворении требований кредиторов иными способами.

Мировое соглашение вместе с заявлением должника, внешнего или конкурсного управляющего об утверждении его и некоторыми другими документами представляется в арбитражный суд. Утверждение мирового соглашения арбитражным судом на стадии наблюдения или внешнего управления означает прекращение производства по делу о банкротстве и снятие моратория на удовлетворение требований кредиторов; на стадии конкурсного производства — признание должника банкротом и открытие конкурсного производства не подлежат исполнению, а полномочия внешнего, конкурсного управляющих прекращаются.

При этом руководитель должника, внешний или конкурсный управляющий приступают к погашению задолженности перед кредиторами.

По заявлению должника, кредитора или прокурора мировое соглашение может быть признано арбитражным судом недействительным, если:

- установлены преимущества для отдельных кредиторов или ущемление их прав и законных требований;
- его исполнение может привести должника к банкротству;
- имеются другие основания.

Арбитражный суд может расторгнуть мировое соглашение при неисполнении должником его условий в отношении не менее одной трети требований кредиторов.



Закон о банкротстве предусматривает особенности банкротства отдельных категорий должников:

- 1) юридических лиц — градообразующих, сельскохозяйственных, кредитных, страховых организаций, профессиональных участников рынка ценных бумаг;
- 2) физических лиц — индивидуальных предпринимателей, крестьянских (фермерских) хозяйств;
- 3) упрощенные процедуры банкротства в отношении ликвидируемого и отсутствующего должника;
- 4) добровольное объявление о банкротстве должника;
- 5) организаций, осуществляющих незаконную деятельность по привлечению денежных средств граждан.

### 20.9. Основные направления предотвращения банкротства и санации предприятия

При разработке путей вывода предприятия из кризисного состояния важное значение имеет возможность реструктуризации предприятий — реформирование его в целом в результате эффективной антикризисной политики в области снабжения, сбыта, цен, финансов, инвестиций и кадров.

Реструктуризацию предприятия осуществляют самостоятельно. С этой целью могут быть привлечены средства бюджета, а также средства кредиторов и инвесторов. В осуществлении программы реструктуризации могут принимать участие органы исполнительной власти. Необходимость реструктуризации предприятий определяется рядом факторов. К ним относятся:

- 1) не востребованность на рынке, низкие потребительские качества товаров, высокий уровень затрат на их производство;
- 2) конкуренция с зарубежными и российскими производителями;
- 3) существование предприятий-монополистов (в этом случае проводятся демополизация и диверсификация производства);
- 4) недостатки в действующей системе управления;
- 5) физический и моральный износ активов и др.

Формы и методы реструктуризации должны соответствовать законодательной базе с учетом социальной защиты работников предприятия.

Реструктуризация предприятия предполагает улучшение системы управления, повышение эффективности используемых финансо-

вых и материальных средств на основе оптимального сочетания вложений с достаточным уровнем рентабельности.

Объектом реструктуризации имущественного комплекса предприятия являются все активы предприятия (внеоборотные и оборотные). При проведении реструктуризации имущественного комплекса необходимо:

- 1) определить рыночную позицию предприятия по каждому виду выпускаемой продукции;
- 2) выявить части имущественного комплекса соответственно видам выпускаемой продукции;
- 3) выделить центры ответственности для различных частей имущественного комплекса;
- 4) разработать производственную стратегию для каждой части имущественного комплекса;
- 5) реализовать излишнее имущество.

В рамках реструктуризации активов может проводиться изменение системы управления предприятием, разделение имущественного комплекса на отдельные предприятия при соблюдении интересов заинтересованных сторон, а также продажа, передача в аренду или в залог части активов, ввод новых производственных мощностей, организация новой рыночной инфраструктуры, развитие региональных связей и др.

Целесообразно распределить имущество предприятия между несколькими созданными на его базе и не связанными между собой предприятиями, имеющими законченный цикл производства и выпуска продукции. При этом должны быть соблюдены все законодательные нормы и интересы кредиторов.

Если в процессе анализа хозяйственной деятельности предприятия делается вывод, что функционирование его в первоначальном состоянии неэффективно, оно может быть реорганизовано. Реорганизация может происходить в формах слияния, присоединения, разделения, выделения и преобразования.

Права и обязанности реорганизуемого предприятия переходят к вновь возникшему юридическому лицу, в то время как ликвидация предприятия не предполагает такого правопреемства. Реорганизация может быть добровольной по решению учредителей (участников) или органа юридического лица, уполномоченного учредительными документами, либо принудительной.

В установленном законом случае реорганизация предприятия в форме разделения или выделения из ее состава одного или нескольких юридических лиц возможна по решению суда или уполномоченных государственных органов.

Предприятие считается реорганизованным, за исключением случаев реорганизации в форме присоединения, с момента государственной регистрации вновь возникших юридических лиц.

Когда предприятие реорганизуется с присоединением к нему другого юридического лица, первое считается реорганизованным с момента внесения в единый государственный реестр юридических лиц записи о прекращении деятельности присоединенного юридического лица.

При слиянии или присоединении предприятий, сумма активов которых по последнему балансу превышает 100 тыс. минимальных размеров оплаты труда, государственная регистрация, а также запись об исключении из единого государственного реестра юридических лиц осуществляются только с предварительного согласия федерального антимонопольного органа.

Вновь образованным юридическим лицам может быть отказано в государственной регистрации, если вместе с учредительными документами не будут представлены передаточный акт или разделительный баланс, либо документы не будут содержать положений о правопреемстве по обязательствам реорганизованного предприятия.

Вопрос о правопреемстве решается в зависимости от формы реорганизации предприятия. При слиянии права и обязанности каждого из предприятий переходят к вновь возникшему юридическому лицу. При присоединении к другому предприятию к нему в соответствии с передаточным актом переходят права и обязанности присоединенного предприятия.

При разделении права и обязанности предприятия переходят к вновь возникшим юридическим лицам согласно разделительному балансу. При выделении из состава предприятия одного или нескольких юридических лиц к каждому из них переходят права и обязанности реорганизованного предприятия в соответствии с разделительным балансом.

Когда юридическое лицо одного вида преобразуется в юридическое лицо другого вида, т.е. меняется его организационно-правовая форма, права и обязанности реорганизованного юридического лица переходят к вновь возникшему юридическому лицу.

Передаточный акт и разделительный баланс, утвержденные учредителями предприятия или органом, принявшим решение о реорганизации, а также учредительные документы представляются для государственной регистрации вновь возникших юридических лиц или внесения изменения в учредительные документы существующих юридических лиц. Передаточный акт и разделительный баланс должны содержать положения о правопреемстве по всем обязательствам реорганизованного предприятия в отношении всех его кредиторов и должников, включая обязательства, оспариваемые сторонами.

Меры по предотвращению банкротства предприятия связаны с эффективным управлением его финансами и производством, правильным определением стратегических целей и тактики их реализации.

Санация как досудебная, так и судебная, представляет собой меры по восстановлению его платежеспособности.

Реформирование предприятий предполагает: улучшение управления, повышение эффективности производства и конкурентоспособности выпускаемой продукции, повышение производительности труда, снижение издержек производства, улучшение финансово-экономических результатов деятельности. Успех реформирования предприятия будет определяться двумя группами факторов: эффективностью создаваемых в государстве условий и стимулов деятельности и устранением кризисных явлений в экономике; эффективностью принимаемых предприятием мер по внедрению и использованию рыночных механизмов и инструментов.

Целями антикризисной стратегии предприятий являются:

- обеспечение их ликвидности и платежеспособности на основе оптимального сочетания собственных и заемных источников средств;
- получение прибыли и уровня рентабельности, достаточного для удовлетворения всех потребностей основной, инвестиционной и финансовой видов деятельности.

Выбор стратегии предотвращения банкротства и эффективность мер по внедрению рыночных механизмов зависят от системы управления финансами на предприятии. Основой этой системы должен быть финансовый анализ, по итогам которого предприятие может осуществлять регулярную оценку своего финансового состояния. Главными направлениями этого анализа являются:

- оценка состояния имущества предприятия и источников его формирования, а также показателей структуры капитала;

- оценка состояния оборотных средств, определение их достаточности и типа финансового состояния;
- выявление тенденций оборачиваемости средств предприятия;
- определение степени ликвидности и платежеспособности предприятия;
- выявление тенденций рентабельности на основе системы показателей.

Главное в стратегии предотвращения банкротства предприятия, решении проблем ликвидности и платежеспособности заключается в профессиональном управлении оборотными средствами. С одной стороны, это предполагает оптимизацию источников оборотных средств на основе выработанной стратегии, с другой — размещение этих средств между материальными активами, а также в сферах производства и обращения. Большую роль при этом играет правильно выбранная кредитная политика, использующая кредит в качестве финансового рычага, однако при существующей учетной ставке это малореально.

Частью управления оборотными средствами является управление дебиторской и кредиторской задолженностями. Важнейшим механизмом такого управления является активное использование товарных векселей.

Целями финансовой стратегии предприятий являются получение прибыли и обеспечение рентабельной работы. В основе этого лежит анализ и управление взаимосвязью затраты — выручка — прибыль, что предполагает широкое внедрение на предприятии управленческого учета.

Существуют два основных метода включения затрат в себестоимость продукции: калькуляционный и маржинальный. Маржинальный (нетрадиционный) метод отличается тем, что переменные и постоянные затраты меняются в зависимости от изменения объема производства, а неполная себестоимость единицы продукции определяется только на основе переменных затрат. Все это расширяет аналитические возможности предприятия и дает более реальное представление о выгодности отдельных видов выпускаемой продукции. Маржинальный метод позволяет использовать операционный рычаг, т.е. отношение маржинального дохода к прибыли от реализации.

Значительное внимание в деятельности финансовой службы предприятия должно уделяться управлению денежными потоками, определению их притоков и оттоков в основной, инвестиционной и

финансовой сферах и анализу причин их изменения. Одним из важнейших в этой области является фактор времени, оказывающий непосредственное влияние на финансовый результат.

Основными мероприятиями по санации неплатежеспособных предприятий при определенной финансовой поддержке являются:

- внедрение новых форм и методов управления;
- конверсия, диверсификация, переход на выпуск новой продукции, повышение ее качества;
- повышение эффективности маркетинга;
- снижение производственных затрат;
- сокращение дебиторской и кредиторской задолженности;
- повышение доли собственных средств в оборотных активах за счет части фонда потребления (особенно средств, направляемых на выплату дивидендов) и реализации краткосрочных финансовых вложений;
- продажа излишнего оборудования, материалов, незавершенного производства, готовой продукции, а также дочерних фирм и долей в капитале других предприятий;
- временная остановка капитального строительства;
- конверсия долгов путем преобразования краткосрочной задолженности в долгосрочную;
- расширение экспорта;
- сокращение численности занятых и др.

При оценке финансового состояния предприятий и установлении структуры баланса проводится анализ финансового состояния, целью которого является определение степени его платежеспособности на основе структуры баланса.

Неудовлетворительная структура баланса свидетельствует о том, что за счет имущества предприятия не может быть обеспечено своевременное выполнение обязательств перед кредиторами в связи с недостаточной степенью его ликвидности. При этом стоимость имущества может быть равна сумме обязательств должника или даже превышать ее.

В первую очередь определяются два коэффициента: текущей ликвидности ( $K_1$ ) и обеспеченности собственными средствами ( $K_2$ ). Первый отражает способность предприятия своевременно рассчитаться по срочным обязательствам, а второй — наличие у предприятия достаточного количества собственных средств, необходимых для финансовой устойчивости.

Коэффициент текущей ликвидности определяется по формуле

$$K_1 = A_{II} : (ЗС + КЗ), \quad (149)$$

где  $A_{II}$  — раздел II актива баланса;  
 $ЗС$  — заемные средства;  
 $КЗ$  — кредиторская задолженность.

В числителе коэффициента отражена сумма оборотных средств, а в знаменателе — краткосрочные кредиты, займы и кредиторская задолженность.

Коэффициент обеспеченности собственными средствами определяется по формуле

$$K_2 = (\Pi_{IV} + \Pi_V - A_I) : A_{II}, \quad (150)$$

где  $\Pi_{IV}$  — собственные средства (пассивы) в IV квартале;  
 $\Pi_V$  — собственные средства (пассивы) на начало текущего года;  
 $A_I$  — сумма активов на начало текущего года.

В числителе коэффициента отражена сумма собственных средств предприятия, направленная в оборотные активы, в знаменателе — сумма всех оборотных средств ( $A_{II}$ ).

Минимальное значение этих коэффициентов условно принято равным 2 и 0,1 соответственно.

При значениях коэффициентов ниже нормативных рассчитывается третий коэффициент — коэффициент восстановления платежеспособности ( $K_{зв}$ ) за 6 месяцев:

$$K_{зв} = [K_{1ф} + 6 : T (K_{1ф} - K_{1в})] : 2, \quad (151)$$

где  $K_{1ф}$  — фактическое значение коэффициента текущей ликвидности ( $K_1$ ) в конце периода;  
 $K_{1в}$  — значение коэффициента текущей ликвидности в начале периода;  
 $6$  — период восстановления платежеспособности, мес.;  
 $T$  — отчетный период, мес.

При  $K_{зв} > 1$  у предприятия есть реальная возможность восстановить платежеспособность. В обратном случае структура баланса считается неудовлетворительной.

В тех случаях, когда  $K_1$  и  $K_2$  больше нормативных значений, рассчитывается коэффициент утраты платежеспособности за 3 месяца:

$$K_{зy} = [K_{1ф} + 3 : T (K_{1ф} - K_{1в})] : 2. \quad (152)$$

При  $K_{зy} > 1$  у предприятия есть реальная возможность сохранить платежеспособность.

Большая дебиторская задолженность, как государственная, так и не зависящая от деятельности предприятия, оказывает отрицательное влияние на перечисленные коэффициенты. Предприятие может исключить ее влияние в расчетах.

Предприятие определяет сумму необоснованной задолженности, срок ее возникновения и расходы по ее обслуживанию по формуле

$$\text{ОНЗ} = (\text{НЗ} \times T : 12 \times \text{УС}) : 100\%, \quad (153)$$

- где ОНЗ — расходы по обслуживанию необоснованной дебиторской задолженности;  
 НЗ — сумма необоснованной задолженности;  
 T — период задолженности, мес.;  
 УС — годовая учетная ставка Банка России на момент возникновения задолженности.

Причины неплатежеспособности предприятия могут быть как объективные, так и субъективные: непрофессиональный менеджмент, изношенное оборудование, падение спроса на выпускаемую продукцию, убытки, несоразмерный фонд потребления, отвлечение средств в краткосрочные финансовые вложения, неправильный выбор форм безналичных расчетов, большая дебиторская и кредиторская задолженность и др. После объявления предприятия неплатежеспособным администрация должна провести детальный финансовый анализ с целью точного определения причин этого положения.

## Глава 21. Иностранные инвестиции

### 21.1. Иностранные инвестиции. Общая характеристика, виды

Одна из важнейших задач развития России на современном этапе — создание открытого конкурентоспособного общества, активно участвующего в мирохозяйственных связях. Это означает необходимость проведения кардинальных изменений во внешнеэкономической сфере, диверсификацию традиционных и развитие новых форм сотрудничества с зарубежными странами.

Среди новых форм внешнеэкономического сотрудничества особое значение приобретает инвестиционное. Государственная политика в области регулирования инвестиций, проводимая в стране, ориентирована на широкое привлечение иностранного капитала в самых различных формах. Предполагается, что создание на территории



России совместных предприятий, полностью принадлежащих иностранным инвесторам, образование свободных экономических зон, предоставление концессий и т.д. может в значительной мере способствовать решению задач по выводу экономики из затяжного кризиса, повышению конкурентоспособности выпускаемой продукции, насыщению внутреннего рынка продовольствием и промышленными товарами.

Мировой опыт доказал, что иностранные инвестиции имеют ряд существенных преимуществ по сравнению с другими видами экономической помощи. Во-первых, это хороший источник капитала для вложений в производство товаров и услуг, современные технологии, ноу-хау, передовые методы управления и маркетинга. Во-вторых, в отличие от займов и кредитов они не ложатся дополнительным бременем на внешний долг. В-третьих, прямые инвестиции обеспечивают наиболее эффективную интеграцию национальной экономики в мировую.

Что же такое иностранные инвестиции?

Вывоз капитала, представляющий собой размещение его за границей в денежной или товарной форме, имеет более чем вековую историю.

В современных условиях вывоз капитала получает преимущество по сравнению с вывозом товаров развитие. Суть явления сводится к изъятию части капитала из национального оборота в одной стране и его включению в оборот в другой стране. Таким образом, за рубеж переносится не акт реализации прибыли, а сам процесс ее создания.

Опираясь на экспорт капитала, используя различные формы поглощения, слияния фирм и компаний, покупку их акций, крупные промышленные и банковские компании создали за пределами своих стран громадную сеть филиалов, отделений, дочерних фирм и зависимых акционерных обществ, систему прямого и косвенного, открытого и завуалированного участия в капиталах национальных предприятий.

Резкая интенсификация этого процесса во второй половине XX века, охватившая сотни и тысячи фирм и компаний, привела к возникновению нового типа международных промышленных и банковских монополий — транснациональных корпораций (ТНК).

ТНК — международные монополии, которые выносят за пределы страны базирования не только закупку значительной части средств

производства или сбыта готовой продукции, но и часть самого производства. Они скупают за рубежом действующие предприятия, строят новые заводы, открывают торговые и кредитные филиалы, вербуют рабочую силу, служащих, частично руководящий персонал, приобретают сырье, полуфабрикаты, часть оборудования, организуют производство, сбыт и послесбытовое обслуживание покупателей. Таким образом, весь кругооборот капитала выходит за национальные границы и приобретает международные масштабы.

По данным ООН сегодня в мире существует более 63 000 материнских ТНК, которые контролируют около 700 000 филиалов, расположенных на всех континентах. Активы зарубежных филиалов за 1982–1999 гг. выросли в 9,4 раза, тогда как мировой ВВП в 2,8 раза.

Ведущая роль в развитии производства и экспорте капитала по объемам зарубежных активов принадлежит 100 крупнейшим нефинансовым корпорациям. Почти 90 из них находятся в странах ЕС, США и Японии. Доля 100 крупнейших ТНК составляет всего 0,16% от их общего количества, но они владеют 11,3% активов. Показательно, что список 100 сильнейших ТНК практически не меняется.

ТНК активно осваивают Россию, где уже сейчас насчитывается 7800 их филиалов. Однако ТНК практически не способствуют развитию инвестиционных процессов в России. Основной их задачей остается захват доли российского рынка для расширения сбыта собственной продукции.

Отраслевая структура ТНК достаточно широка: 60% международных компаний заняты в сфере производства, 37% — в сфере услуг и 3% — в добывающей промышленности и сельском хозяйстве.

Вывоз капитала может осуществляться в двух основных формах: в виде предпринимательского капитала и в виде ссудного капитала.

Долгосрочные вложения предпринимательского капитала странами-инвесторами в различные отрасли промышленности, сельское хозяйство и инфраструктуру других стран называют иностранными инвестициями.

Иностранные инвестиции делят на прямые и портфельные.

В зависимости от субъектов вывоза капитала различают частные и государственные иностранные инвестиции.

Основной формой экспорта предпринимательского капитала в современных условиях являются прямые частные иностранные инвестиции, которые обеспечивают непосредственный контроль над

зарубежными предприятиями или компаниями путем приобретения контрольного пакета акций.

В международной статистике используются разные определения прямых инвестиций. Специалисты ООН считают, что контрольный пакет акций образуется при условии приобретения не менее 25% акционерного капитала иностранной компании, МВФ — 30%. В США инвестиции считаются прямыми при наличии у инвестора не менее 10% акций иностранной компании, во Франции — не менее 20% акционерного капитала, в ФРГ — 25%, в России — 10%. Следует, однако, заметить, что даже 100%-ное владение капиталом фирмы не дает полного контроля над ней, поскольку законодательство страны-реципиента может ввести определенные ограничения на деятельность иностранных инвесторов или же фирмы — поставщики сырья или комплектующих не выполняют условия договоров.

Прямое инвестирование осуществляется путем приобретения инвестором за рубежом местного предприятия, создания нового в виде филиала, совместного или смешанного предприятия. Приобретение активов за рубежом может быть и не связано с международным движением капитала в обычном понимании. Например, предприятия, работающие на экспорт, могут использовать средства, заработанные в другой стране, для инвестиций за рубежом.

В последние годы прямые инвестиции все больше направляются не на строительство новых, а на приобретение (в форме слияний и поглощений) действующих фирм в развитых странах.

Способы прямого инвестирования обеспечивают присутствие иностранного капитала, однако инвестиции, поступающие в рамках слияний и поглощений, не всегда увеличивают общий объем иностранного капитала принимающей страны, тогда как инвестиции в новые проекты всегда способствуют его росту. Инвестиции за счет слияний и поглощений обеспечивают меньший прирост производственных инвестиций по сравнению с прямыми инвестициями в новые проекты. Однако когда реальной перспективой для фирмы становится ее закрытие, слияние или поглощение оказывается единственным возможным выходом из ситуации. Такие инвестиции редко сопровождаются передачей новых или более совершенных технологий по сравнению с инвестициями в новые проекты; они могут привести к закрытию, сокращению или перепрофилированию производства.

Инвестиции в форме слияний и поглощений могут усиливать концентрацию и создавать антиконкурентный эффект, в то время как

прямые инвестиции увеличивают число существующих фирм и не ведут к рыночной концентрации.

Получают распространение инвестиции без вложений в акционерный капитал в виде соглашений о предоставлении лицензий, управленческих услуг, торговых марок и т.д.

Портфельные инвестиции представляют вложение капитала в акции предприятий (без приобретения пакета акций), облигации и другие ценные бумаги иностранных государств, международных валютно-кредитных учреждений, а также еврооблигации. Такие вложения капитала осуществляются с целью получения повышенного дохода на капитал за счет налоговых льгот, изменения валютного курса и т.п.

Иностранные портфельные инвестиции важны почти для всех фирм, которые ведут международные операции. К ним прибегают главным образом с целью решения финансовых задач. Финансовые отделы корпораций обычно переводят средства из одной страны в другую для получения более высокой прибыли за счет краткосрочных капиталовложений.

В том случае, когда приобретаются акции заграничного предприятия, портфельные инвестиции являются частью экспорта производительного капитала. Если приобретаются облигации иностранных банков и других финансовых учреждений, они относятся к экспорту ссудного капитала.

В случае портфельных инвестиций не ставится задача приобретения контроля над заграничным предприятием. Вместе с тем граница между портфельными и прямыми инвестициями весьма условна. Во-первых, инвестиции, относимые в одних странах к прямым, в других считаются портфельными. В ФРГ прямыми инвестициями считаются те, которые составляют не менее 25% акций иностранной компании, во Франции — 20%, а в США — менее 10%. Во-вторых, осуществление портфельных инвестиций нередко связано с передачей иностранному предприятию управленческого опыта, участием в работе совета директоров, что фактически ставит предприятие в зависимость от компании-инвестора.

Прочие инвестиции — это торговые кредиты, а также кредиты международных финансовых организаций и правительств иностранных государств под гарантии страны-реципиента, банковские вклады, финансовый лизинг.

Крупным экспортером капитала выступает также государство. Экспорт государственного капитала может осуществляться в форме

экономической, технической и военной помощи развивающимся странам. Возрастает роль государства как гаранта экспорта частного капитала. Наконец, государство участвует в деятельности международных финансовых учреждений, таких, как Международный валютный фонд, Международная ассоциация развития, Международный банк реконструкции и развития и др.

## 21.2. Масштабы и тенденции международного инвестирования

Масштабы иностранных инвестиций, активность государств и монополий в экспорте ссудного и предпринимательского капитала, соотношение между формами экспорта и географическое размещение иностранных вложений зависят от экономического и политического развития мирового хозяйства, особенностей воспроизводственного процесса и развития монополий в отдельных странах, внешнеполитической и экономической ориентации правительств.

Более 95% стоимости прямых капиталовложений поступает из промышленно развитых стран. До недавнего времени почти все инвестиции приходили из ведущих развитых стран: США, Великобритании, Японии, Германии, Франции, Италии, Бельгии, Испании, Швеции, Нидерландов, Канады.

Основное направление экспорта частного капитала развитых капиталистических стран — другие развитые страны: более 80% прямых частных инвестиций приходится на них.

Конечно, эта ситуация носит временный характер и вполне вероятно передислокация потоков. Однако прямые инвестиции пойдут туда, где создан благоприятный климат для вложений, существует четкая позиция правительства, бизнесменов и общества в отношении функционирования иностранного капитала.

Поток прямых инвестиций в развивающиеся страны приходится на ограниченное число стран с соответствующим инвестиционным климатом: Аргентину, Бразилию, Чили, Южную Корею и Польшу.

В настоящее время мировая экономика переживает инвестиционный бум: в 1982 г. объем инвестиций составлял 58 млрд дол., в 1990 г. — 209 млрд дол., в 1999 г. — 865 млрд дол., в 2001 г. они должны превысить 1 трлн дол. При этом в десятку крупных получателей иностранных инвестиций из стран с развивающимися рынками войдут скорее всего только Китай, Гонконг и Бразилия.

Концентрация иностранного капитала в странах с более либеральными и унифицированными стандартами предпринимательства (в некоторых странах Латинской Америки, Центральной и Восточной Европы, Юго-Восточной Азии) порождает серьезные проблемы для других стран, которым также необходимы инвестиции. Они должны сформировать инвестиционный климат, устраивающий страны-инвесторы.

### 21.3. Иностранные инвестиции в России

Для подъема российской экономики, по экспертным оценкам, в течение ближайших 20—25 лет нужны инвестиции в объеме 2,0—2,5 трлн дол. или 100 млрд дол. ежегодно. Вместе с тем возможности государственных инвестиций крайне ограничены, а эффективность их весьма низка. В связи с этим ставка делается на частные инвестиции — отечественные и иностранные. Для привлечения иностранных инвестиций нужно создать климат, который позволил бы России конкурировать на мировом рынке капиталов.

На международном уровне все большее значение приобретают соглашения, которые способствуют формированию единого инвестиционного пространства с общими унифицированными нормами, гарантирующими соблюдение интересов как инвестора, так и принимающей стороны (конкретного хозяйствующего субъекта, соответствующего государства). К ним относятся соглашение о поощрении и взаимной защите инвестиций, договор об избежании двойного налогообложения и предотвращении уклонений от уплаты налогов, договор к Энергетической хартии, конвенции о порядке разрешения инвестиционных споров, учреждении многостороннего агентства по гарантиям инвестиций.

Основными органами регулирования зарубежной инвестиционной деятельности являются международные экономические организации: Международный валютный фонд (МВФ), Международный банк реконструкции и развития (МБРР), Международная финансовая корпорация (МФК), Международная ассоциация развития (МАР), Многостороннее агентство гарантирования инвестиций (МАГИ), Организация экономического сотрудничества и развития (ОЭСР), Европейский банк реконструкции и развития (ЕБРР).

Международными экономическими организациями разработан ряд документов, которые определяют принципы зарубежной инвести-

ционной деятельности, в частности, правила допуска иностранного капитала, стандарты применяемого режима, порядок перевода капитала и прибыли, условия защиты и гарантий иностранных инвестиций, порядок урегулирования споров.

МФК и МБРР оказывают финансовую помощь и консультации в реализации проектов, передаче идей и технологий, способствующих развитию экономики. Важная роль в содействии движению прямых частных инвестиций между странами — членами агентства путем страхования от некоммерческих (политических) рисков принадлежит МАГИ.

Основополагающим документом, регулирующим деятельность иностранных инвесторов в России, стал Закон РСФСР от 4 июля 1991 г. № 1545-1 «Об иностранных инвестициях в РСФСР», принятие которого способствовало созданию правовых условий для деятельности иностранных инвесторов в России. Инвесторы получили право не только вкладывать средства в качестве доли в уставный фонд совместного предприятия с участием российского партнера, но и основывать предприятия, полностью им принадлежащие, а также участвовать в приватизации российских предприятий, покупать их акции, облигации и другие ценные бумаги. В Законе подчеркивался примат международного права над национальным, если международными договорами, действующими в Российской Федерации, установлены иные правила, чем те, которые содержатся в российском законе и других нормативных документах относительно иностранных инвестиций.

В последующие годы были приняты нормативные акты общедоугодерального характера, определяющие политико-экономический статус страны, принципы и формы хозяйствования и развития экономических отношений. Подобные документы не являются документами прямого действия в отношении иностранных инвестиций и, как правило, не содержат соответствующих норм, однако деятельность, касающаяся иностранного капитала, подчиняется этим актам. К ним относятся Гражданский, Таможенный, Налоговый и другие кодексы Российской Федерации, Законы об акционерных обществах, государственном регулировании внешнеторговой деятельности, валютном регулировании и контроле, о ФПГ и др.

Важным шагом в улучшении условий деятельности иностранных инвесторов явилось принятие Федерального закона от 30 декабря 1995 г. № 225-ФЗ «О соглашениях о разделе продукции», определя-

ющего формирование инвестиционного механизма в минерально-сырьевых отраслях на основании договорных отношений между инвестором и государством. Государство предоставляет инвестору на возмездной основе и на определенный срок исключительные права на поиск, разведку, добычу минерального сырья на конкретном участке недр, а инвестор обязуется осуществить проведение этих работ за свой счет и риск. Соглашение определяет все необходимые условия, связанные с использованием недр, в том числе порядок раздела произведенной продукции, механизм финансовых отношений между сторонами. Соглашения о разделе продукции позволяют учитывать особенности разных месторождений полезных ископаемых, максимально соблюдая интересы сторон, создают необходимые предпосылки для более широкого привлечения иностранных инвестиций.

В целом эффективное использование соглашений о разделе продукции позволит России без затрат на разведку, добычу и разработку минерально-сырьевых ресурсов получить необходимые финансовые и материальные (в виде доли произведенной продукции) средства.

В 1999 г., 9 июля принят Федеральный закон «Об иностранных инвестициях в Российской Федерации» № 160-ФЗ, который определяет основные гарантии прав иностранных инвесторов на инвестиции и получаемые от них доходы и прибыль, а также на условия предпринимательской деятельности инвесторов и созданных с их участием предприятий.

Этот Закон регулирует отношения, связанные с предпринимательской деятельностью только в реальном секторе экономики России. Деятельность иностранных инвесторов в банковской, страховой, благотворительной, образовательной или религиозной сферах регулируется законодательством Российской Федерации о банках и банковской деятельности, страховании, некоммерческих организациях.

Свод гарантий, предоставляемых этим Законом, выглядит следующим образом.

Инвестору гарантируется полная и безусловная защита его прав и интересов, а также право на возмещение возможных убытков, причиненных незаконными действиями государственных органов различного уровня. Ему гарантировано осуществление инвестиций на территории Российской Федерации в любых формах, не запрещенных законодательством. Вклады инвесторов в уставный капитал оцениваются в валюте Российской Федерации.



Имущество иностранных инвесторов и предприятий с иностранными инвестициями не может быть национализировано или реквизировано (кроме случаев, предусмотренных федеральными законами либо международными договорами Российской Федерации). В случае реквизиции инвестору или предприятию с его участием гарантируется выплата стоимости реквизируемого имущества, а при национализации — возврат стоимости национализируемого имущества и других убытков.

Наиболее важной представляется гарантия от неблагоприятного изменения законодательства Российской Федерации.

Тем не менее в Законе не зафиксирован принцип неизменности правовых основ инвестирования, а лишь перечислены условия, которые некоторое время могут оставаться неизменными. Кроме того, в Законе речь идет исключительно об инвесторах, осуществляющих приоритетные инвестиционные проекты, определяемые правительством, поэтому понятие неизменности совокупной налоговой нагрузки относится только к этим инвесторам. При этом в Законе не оговорена проблема сохранения коммерческих результатов, долгосрочной доходности инвестора, имеющих первостепенное значение. В условиях возможных изменений экспортных пошлин, регионального и местного законодательства, увеличения размера НДС, взносов в Пенсионный фонд и т.п. говорить о стабильности условий инвестирования достаточно сложно.

Инвестору гарантировано право на свободное использование доходов (после уплаты предусмотренных законодательством налогов и сборов) на территории Российской Федерации для их реинвестирования или иных целей, а также на вывоз доходов за границу в иностранной валюте.

В Законе предусматривается ряд льгот для иностранных инвесторов и предприятий с их участием. В частности, инвесторам и предприятиям с иностранными инвестициями, которые участвуют в реализации приоритетных инвестиционных проектов, предоставляются таможенные льготы в отношении товаров, ввозимых на таможенную территорию Российской Федерации в качестве вклада в уставные капиталы предприятий с иностранными инвестициями (ПИИ), а также вывозимых этими предприятиями отдельных товаров собственного производства в случаях, предусмотренных соглашениями о разделе продукции, или в течение периода окупаемости иностранных инвестиций.

Таким образом, инвесторы этих предприятий ввозят имущество, предназначенное для уставных капиталов ПИИ, беспошлинно. При этом следует учитывать ранее установленные правила: ввозимые товары должны относиться к основным производственным фондам, не быть подакцизными и срок их ввоза не должен превышать одного года с даты регистрации ПИИ. Эти же инвесторы имеют возможность беспошлинного (или по сниженным ставкам) вывоза произведенных или в достаточной степени переработанных продуктов (если вывозные пошлины на такие товары установлены).

Льготы и определенные гарантии иностранным инвесторам могут быть предоставлены субъектами РФ, которые могут осуществлять финансирование и оказывать другие виды поддержки за счет средств бюджетов и внебюджетных средств. Такая деятельность практикуется российскими регионами: более 30 субъектов РФ имеют свои законы или законодательные акты.

Кроме того, существуют льготы, предоставляемые другими нормативными актами, напрямую не связанными с иностранными инвестициями, на которые ПИИ могут рассчитывать. Например, в части первой Налогового кодекса Российской Федерации предусматриваются условия предоставления предприятиям налогового кредита.

В Законе «О лизинге» предусмотрены некоторые меры государственной поддержки деятельности лизинговых компаний: разработка и реализация лизинговых программ на федеральном уровне и в регионах; предоставление инвестиционных кредитов; получение лизинговыми предприятиями государственного заказа на поставки товаров для государственных нужд; финансирование из федерального бюджета и предоставление государственных гарантий лизинговым проектам, в том числе с участием фирм-нерезидентов, и др.

Инвестиционный лизинговый кредит заключается в изменении сроков уплаты налога, позволяющих в определенных условиях уменьшить платежи по налогу с последующей поэтапной уплатой суммы кредита и начисленных процентов. На получение кредита могут рассчитывать инвесторы и ПИИ, осуществляющие техническое перевооружение производства, внедренческую или инновационную деятельность, выполнение важных заказов по социально-экономическому развитию региона.

Для направления дополнительных инвестиций в экономику России Постановлением Правительства РФ от 20 ноября 1999 г. № 1272 «Об осуществлении иностранных инвестиций в экономику Россий-

ской Федерации с использованием средств, находящихся на специальных счетах нерезидентов типа «С» иностранным инвесторам — нерезидентам разрешено использовать средства, находящиеся на специальных счетах типа «С» для финансирования производства экспортной продукции. Доля средств со специальных счетов типа «С», которые используются для закупки оборудования, технических средств и материалов, произведенных в России юридическими лицами, зарегистрированными в качестве налогоплательщиков на территории Российской Федерации, должна составлять не менее 70%. Приоритет отдается инвесторам, у которых эта доля составляет 100%.

В настоящее время действующее законодательство охватывает все важнейшие области права, интересующие иностранных инвесторов: налогообложение, трудовое законодательство, приобретение и аренду собственности, таможенные тарифы и внешнюю торговлю, защиту прав интеллектуальной собственности, финансовый рынок и рынок ценных бумаг, антимонопольные требования, приватизацию предприятий, механизм регулирования разногласий.

Тем не менее пока в России не создан благоприятный инвестиционный климат.

Американский неправительственный фонд «Наследие» еще в 1996 г. провел исследование степени привлекательности 24 развивающихся стран<sup>1</sup> для иностранных инвестиций. Его результаты заслуживают того, чтобы быть учтенными при формировании инвестиционной стратегии страны и создании благоприятного инвестиционного климата для инвесторов. Исследование проводилось по 9 факторам, которые, по мнению экспертов, являются решающими при выборе страны — объекта для инвестиций. Перечислим эти факторы.

1. Уровень экономического роста (рассматривался прирост ВВП за три года).

2. Политическая стабильность определялась по двум критериям: имелись ли предупреждения государственного департамента США об опасности путешествия в страну; случались ли в исследуемых странах государственные перевороты.

3. Размеры рынка рассчитывались путем умножения размера подушевого валового продукта на количество населения.

---

<sup>1</sup> К ним относятся Аргентина, Бангладеш, Боливия, Ботсвана, Сальвадор, Фиджи, Гватемала, Гайана, Индонезия, Израиль, Мадагаскар, Мали, Мальта, Молдавия, Марокко, Мозамбик, Никарагуа, Панама, Перу, Филиппины, Польша, Португалия, Шри-Ланка, Тунис.

4. Зависимость от иностранной помощи рассматривается как признак несвободной экономики и сопротивления реформам, неспособность государства к самостоятельному развитию.

5. Размеры внешнего долга представляются некритичными в пределах вложений в отрасли, которые обеспечивают экономический рост страны.

6. Конвертируемость валюты должна гарантироваться законодательно и укрепляться благодаря конвертируемости местной валюты.

7. Сила валюты (рассматривается ее стабильность относительно инфляции).

8. Уровень внутренних накоплений (оптимальным для развития экономики считается уровень внутренних накоплений в размере 24% от ВВП).

9. Уровень инфраструктуры определяется надежной связью с большинством регионов и беспрепятственным передвижением по территории страны.

# ШРФБК

□ АУДИТ □ КОНСАЛТИНГ □ ПРАВО □

**Фирменный стиль профессиональных услуг ФБК** — четко скоординированная работа специалистов по бухгалтерскому учету и аудиту, налогообложению и юридическим вопросам, финансовому анализу и системам управления — позволяет клиентам эффективно оптимизировать свой бизнес

Среди клиентов ФБК — Газпром, РАО «ЕЭС России», АЛРОСА, ЮКОС, Транснефть, Сиданко, Транснефтепродукт, Русский алюминий, Связьинвест, АвтоВАЗ, Нестле, Кэргилл, Пармалат, КОНЕ Лифтс, Рейтер и др.



101990, Москва, Мясницкая ул., 44/1  
Тел. (095) 737-5353. Факс 737-5347  
<http://www.fbk.ru> E-mail: [fbk@fbk.ru](mailto:fbk@fbk.ru)

## Основные виды профессиональных услуг:

- аудит по российским и международным стандартам организаций и банков
- трансформация бухгалтерской отчетности в соответствии с международными стандартами
- консультирование по вопросам бухгалтерского учета и налогообложения
- налоговый учет
- налоговый аудит
- финансовое и управленческое консультирование
- защита интересов клиентов в суде
- правовое консультирование
- оценка недвижимости и бизнеса
- стратегические исследования



ФБК — член международной ассоциации PKF — одной из самых крупных и известных в мире организаций в сфере профессиональных деловых услуг

## Государственные лицензии:

- на осуществление аудиторской деятельности
- на право осуществления работ с использованием сведений, составляющих государственную тайну
- на оценочную деятельность (оценка недвижимости, оборудования, бизнеса)

**ИМЕЮТСЯ В ПРОДАЖЕ:**

- Е.С. Соколова. Теория бухгалтерского учета*
- П.И. Камышанов, И.В. Барсукова, И.М. Густяков. Бухгалтерский учет: отечественная система и международные стандарты*
- И.М. Дмитриева. Бухгалтерский учет и аудит*
- В.П. Астахов. Основные средства: бухгалтерский учет и налогообложение*
- О.А. Заббарова. Бухгалтерская (финансовая) отчетность организации*
- Управленческий учет. Под редакцией А.Д. Шеремета*
- Бухгалтерский учет и контроль в бюджетных учреждениях. Под редакцией В.М. Родионовой*
- О.В. Соловьева. Учет и отчетность: МСФО и ГААП*
- Ю.А. Данилевский, С.М. Шапигузов, Н.А. Ремизов, Е.В. Старовойтова. Аудит.— 2-е изд., перераб. и доп.*
- А.М. Бабич, Л.Н. Павлова. Финансы*
- С.В. Большаков. Основы управления финансами*
- В.В. Ковалев. Управление финансами*
- С.А. Половинкин. Управление финансами предприятия*
- А.Г. Каратуев. Финансовый менеджмент*
- Д.М. Михайлов. Международные расчеты и гарантии*
- В.В. Павлов, И.П. Хоминич. Кредитование внешнеэкономической деятельности*
- Коммерческое (торговое) право. Под редакцией Ю.Е. Булатецкого и В.А. Язева*
- В.А. Слепов, Т.Е. Николаева. Ценообразование.— 3-е изд., испр.*
- И.В. Хаменушко. Валютный контроль в Российской Федерации*
- В.А. Баринов. Антикризисное управление*
- Управление связями с общественностью. Под редакцией проф. Э.М. Короткова*
- Маркетинг. Под редакцией Н.П. Ващекина.— 2-е изд., перераб. и доп.*
- Менеджмент: теория и практика в России. Под редакцией А.Г. Поршнева и др.— 2-е изд., перераб. и доп.*
- М.В. Мельник, А.С. Пантелеев, А.Л. Звездин. Ревизия и контроль*
- М.В. Мельник, А.С. Пантелеев, А.Л. Звездин. Ревизия и контроль. Тесты и задачи*
- С.И. Пучкова. Бухгалтерская (финансовая) отчетность.— 2-е изд.*
- Е.С. Соколова. Бухгалтерское дело*
- В.П. Астахов. Финансовый учет. Тесты*
- Э.А. Маркарьян, Г.П. Герасименко, С.Э. Маркарьян. Финансовый анализ.— 4-е изд.*

**ГОТОВЯТСЯ К ПЕЧАТИ:**

- Г.В. Петрова. Общая теория налогового права*
- Т.Н. Парамонова, И.Н. Красюк. Маркетинг в розничной торговле*
- Т.Н. Парамонова, И.А. Рамазанов. Организация мерчандайзинга в розничном торговом предприятии*

Аннотации, цены и условия приобретения книг — на сайте <http://www.fbk-press.ru>

Справки по тел.: (095) 737-5353

Факс (095) 923-4911. E-mail: [info@fbk-press.ru](mailto:info@fbk-press.ru) <http://www.fbk-press.ru>

Адрес Издательского дома: Москва, ул. Мясницкая, 42, стр. 1

Адрес для корреспонденции: 101990, Москва, ул. Мясницкая, 44/1

ВО ВСЕХ ПОЧТОВЫХ ОТДЕЛЕНИЯХ РОССИИ  
ПО КАТАЛОГУ АГЕНТСТВА «РОСПЕЧАТЬ» (КРАСНОГО ЦВЕТА)

**ФИНАНСОВЫЕ И БУХГАЛТЕРСКИЕ КОНСУЛЬТАЦИИ**

Ежемесячный журнал для главного бухгалтера, финансового директора, аудитора, налогового юриста

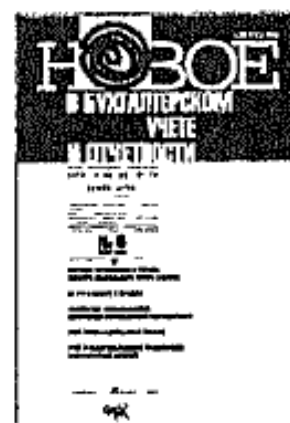
Проблемные статьи Разъяснения к документам  
Анализ хозяйственных ситуаций  
Типичные ошибки, способы их устранения. Налоговые споры  
Обзоры специальной литературы.  
Впервые в формате А4

Индексы:

73443 — журнал

45907 — годовая подписка

45911 — Библиотека журнала — 1 раз в 2 месяца

**НОВОЕ В БУХГАЛТЕРСКОМ УЧЕТЕ И ОТЧЕТНОСТИ**

Нормативные документы и комментарии.

Оперативные разъяснения экспертов, рекомендации по сложным вопросам бухгалтерской практики

Ответы на вопросы.

2 раза в месяц

Впервые в формате А4

Индексы:

73234 — для организаций

45908 — для индивидуальных подписчиков

72344 — годовая подписка

45912 — Библиотека журнала — 1 раз в 2 месяца

**ВАШ НАЛОГОВЫЙ АДВОКАТ**

Консультации, рекомендации налоговых юристов.

Арбитражная практика.

Вопросы и ответы.

1 раз в 3 месяца

Индексы:

45909

45910 — годовая подписка

**ВОПРОСЫ НАЛОГООБЛОЖЕНИЯ**

Новые документы, комментарии ведущих специалистов.  
1 раз в 3 месяца

Индексы:

72704

72343 — годовая подписка

Издавания ФБК-ПРЕСС включены также в Объединенный каталог «Пресса России» (зеленого цвета); каталоги агентства «ИНТЕР-ПОЧТА-2003», «СОТРА», «ДЕЛЬТАПОСТ» и др. Оформить подписку с любого месяца можно и в редакции.

ЧИТАЙТЕ НЕКОТОРЫЕ СТАТЬИ ИЗ НАШИХ ЖУРНАЛОВ  
**В ОТКРЫТОМ ДОСТУПЕ**  
НА САЙТЕ  
**WWW.FBK-PRESS.RU**

Справки по тел.: (095) 737-5353. Факс (095) 923-4911 E-mail: info@fbk-press.ru

Адрес Издательского дома: Москва, ул. Мясницкая, 42, стр. 1

Адрес для корреспонденции: 101990, Москва, ул. Мясницкая, 44/1

Издательский дом ФБК-ПРЕСС  
предлагает учебники и учебные пособия для вузов  
по финансово-экономическим и юридическим специальностям  
С прайс-листом ФБК-ПРЕСС можно ознакомиться на сайте  
<http://www.fbk-press.ru>

По запросу покупателей издательство высылает прайс-лист  
по факсу или почтой

---

ФБК-ПРЕСС приглашает к взаимовыгодному сотрудничеству  
дилеров и оптовых покупателей деловой литературы  
Действует система значительных оптовых скидок

---

## ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ

Учебное пособие

Редактор *Н.М. Белова*  
Корректор *О.И. Леонтьева*  
Компьютерная верстка *Т.Н. Каравановой*

Санитарно-эпидемиологическое заключение  
№ 77.99.02.953.Д.000395.01.01 от 29 января 2001 г.

Сдано в набор 10.11.2003. Подписано в печать 25.11.2003. Формат 60 × 90/16.  
Гарнитура NewtonС. Печать офсетная. Бумага типографская № 2.  
Усл. печ. л. 25,5. Уч.-изд. л. 20,5. Тираж 20 000 (3-й завод — 10 001—15 000) экз.  
Заказ № 0315180.

ISBN 5-88103-063-X



ООО «ИД ФБК-ПРЕСС»  
Москва, ул. Мясницкая, 42, стр. 1  
Адрес для корреспонденции:  
101990, Москва, ул. Мясницкая, 44/1  
Тел. (095) 737-5353. Факс (095) 923-4911.  
E-mail: [info@fbk-press.ru](mailto:info@fbk-press.ru) <http://www.fbk-press.ru>  
Отпечатано в полном соответствии с качеством  
предоставленных диапозитивов  
в ОАО «Ярославский полиграфкомбинат»  
150049, г. Ярославль, ул. Свободы, 97