

Федеральное агентство по образованию
ГОУ ВПО Владимирский государственный университет
Кафедра менеджмента

Николенко А.В.

ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ

Курс лекций

Владимир - 2004

СОДЕРЖАНИЕ

1. Финансовый менеджмент: логика, структура, содержание.....	3
2. Понятийный аппарат и научный инструментарий финансового менеджмента.....	17
3. Бухгалтерская отчетность в системе информационного обеспечения финансового менеджмента.....	26
4. Методические основы анализа финансовой деятельности коммерческой организации	35
5. Финансовое планирование и методы прогнозирования	47
6. Категории риска и левериджа, их взаимосвязь.....	57
7. Основы финансовой математики.....	62
8. Методы оценки финансовых активов	69
9. Риск и доходность финансовых активов	77
10. Принятие решений по инвестиционным проектам	85
11. Анализ и управление оборотными средствами.....	97
12. Источники средств и методы финансирования	108
13. Анализ стоимости и структуры капитала.....	120
14. Политика выплаты дивидендов	130
15. Специальные темы финансового менеджмента.....	137

1. ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ: ЛОГИКА, СТРУКТУРА, СОДЕРЖАНИЕ

Обзор ключевых категорий и положений

- В условиях рыночной экономики грамотное и эффективное управление финансами входит в число приоритетных задач любой социально-экономической системы (государство в целом, регион, отрасль, предприятие). Не случайно именно в последние десятилетия, когда рыночная экономика достигла существенных успехов во многих странах мира, наука об управлении финансами развивалась исключительно быстрыми темпами. Многие лауреаты Нобелевской премии последних лет (Дж. Тобин, Ф. Модильяни, Г. Маркович, М. Миллер, У. Шарп, М. Скоулз, Р. Мертон и др.) работали в области теории финансов.
- Наука о финансах оформилась в самостоятельное направление в середине XVIII века в составе так называемых камеральных наук. Камералистика (лат. camera - дворцовая казна или казенная палата как место для хранения государственных доходов), получившая развитие в Германии в XVII-XVIII веках, представляла собой свод административных и хозяйственных знаний по ведению камерального, т.е. дворцового, а в широком смысле, государственного хозяйства. В те годы термин “финансы” однозначно трактовался как средства государства, полученные в виде денег, материалов, услуг. Основоположниками нового научного направления считаются немецкие ученые Йоханн Юсти (1720-1771) и Йозеф Зонненфельс (1732—1817), которые в своих монографиях, увидевших свет в середине 60-х годов XVIII века, впервые дали систематизированное изложение финансовой науки.
- В России становление и развитие финансовой науки принято связывать с именами Юрия Крижанича (1617-1683), Григория Котошихина (ок. 1630-1667), Ивана Тихоновича Посошкова (1665-1726), Николая Ивановича Тургенева (1789-1871), Михаила Федоровича Орлова (1788-1842), Ивана Яковлевича Горлова (1814-1890), Василия Александровича Лебедева (1833-

1909), Ивана Ивановича Янжула (1846-1914), Ивана Христофоровича Озерова (1869-1942) и др. Как и на Западе, сформировавшаяся в России к концу XIX века наука о финансах имела очевидную направленность на публичные союзы, главным образом государство. Что касается финансов предприятия, то еще в начале XX века какого-либо систематизированного изложения этого направления, которое оформится в так называемый “финансовый менеджмент” лишь после второй мировой войны, попросту не существовало. Управление финансами на уровне предприятия осуществлялось на интуитивной основе, еще не сформировались значимые рынки капитала, по сути, не было транснациональных корпораций, не было необходимости в формализации процедур оценки инвестиционной и финансовой деятельности. Отдельные элементы управления финансами предприятия развивались в рамках бухгалтерского учета. Тем не менее в России накануне революции 1917 г. существовали два самостоятельных направления - анализ баланса (в рамках балансоведения) и финансовые вычисления, которые в настоящее время входят в состав ключевых разделов современного финансового менеджмента.

- Как самостоятельное научное направление финансовый менеджмент сформировался относительно недавно — в начале 60-х годов XX века. К этому времени усилиями Гарри Марковица, заложившего основы современной теории портфеля (ответ на вопрос: “Куда вложить денежные средства?”), Франко Модильяни и Мертона Миллера, разработавших основы теории структуры капитала (ответ на вопрос: “Откуда взять требуемые денежные средства?”), а также других ученых, публиковавших свои работы по данной тематике (Д. Дюран, Дж. Линтнер, Дж. Уильяме и др.), сформировалась современная теория финансов, отпочковавшаяся от прикладной микроэкономики (другое весьма распространенное название данного направления - неоклассическая теория финансов).

- Неоклассическая теория финансов базируется на четырех основных тезисах:

экономическая мощь государства, а значит, и устойчивость его финансовой системы определяется экономической мощью частного сектора, ядро которого составляют крупные корпорации;

вмешательство государства в деятельность частного сектора целесообразно минимизируется;

из доступных источников финансирования, определяющих возможность развития крупных корпораций, основными являются прибыль и рынки капитала;

интернационализация рынков приводит к тому, что общей тенденцией развития финансовых систем различных стран становится стремление к интеграции.

- Своему созданию эта теория обязана представителям англоамериканской финансовой школы, благодаря усилиям которых теория финансов получила абсолютно новое наполнение по сравнению с изложенными выше взглядами ученых XVIII-XIX веков. Развитие и интернационализация рынков капитала, повышение роли транснациональных корпораций, процессы концентрации в области производства, усиление значимости финансового ресурса как основополагающего в системе ресурсного обеспечения любого бизнеса привели во второй половине XX века к необходимости теоретического осмысления роли финансов на уровне основной системообразующей ячейки любой экономической системы, т.е. на уровне хозяйствующего субъекта. Усилиями таких видных ученых, как Ф. Блэк, М. Скоулз, Ю. Фама, Дж. Хиршлифер, У. Шарп и других, новое направление начало стремительно развиваться в общетеоретическом плане. Значительная часть научной литературы по теории финансов в те годы сосредоточивалась скорее на проблемах рынка капитала, нежели на вопросах управления финансовыми ресурсами компании. Безусловно, знание теоретических основ управления финансами необходимо, однако не меньшую значимость имеет и прикладной аспект. Именно последнее послужило причиной становления в 60-е годы финансового менеджмента, который довольно быстро оформился как

самостоятельное научное и практическое направление на стыке трех наук: современная теория финансов, бухгалтерский учет и общая теория управления. Значительный вклад в популяризацию финансового менеджмента внесли представители англо-американской школы: Т. Коуплэнд, Дж. Уэстон, Р. Брейли, С. Майерс, С. Росс, Ю. Бригхем и др. Как учебная дисциплина “Финансовый менеджмент” тесно корреспондирует с дисциплинами “Финансовый учет” и “Управленческий учет”.

- Описанный подход в области теории и практики управления финансами, исповедуемый представителями англо-американской школы, безусловно доминирует в мире, однако в некоторых экономически развитых странах можно видеть и другие подходы. В частности, в Германии проблемы управления финансами предприятия разделены на два направления: концептуальные основы теории финансов, включая логику принятия решений финансового характера, имеющих стратегическую направленность, рассматриваются в курсе дисциплины “Финансирование и инвестиции”, а вопросы тактического и оперативного управления финансами - в курсе “Контроллинг”, который включает в себя многие разделы из курсов “Финансовый менеджмент” и “Управленческий учет” в их англо-американской трактовке.

- В рамках общей теории управления определяются методологические принципы системы управления как процесса воздействия субъекта управления на объект управления с помощью так называемых общих функций управления, к которым относят анализ, планирование, организацию, учет, контроль, регулирование. При описании и структуризации финансового менеджмента эти функции находят адекватное отражение, в частности, в методиках финансового планирования, анализа, контроля и др.

- Финансовый менеджмент как наука об управлении финансами некоторого субъекта допускает определенное обособление данного субъекта в контексте окружающей среды, идентификацию связей и отношений, возникающих в процессе его функционирования. Финансовые потоки с позиции макроуровня

подчиняются определенной логике, а грамотное управление ими предполагает знание некоторых объективно существующих концептуальных принципов, позволяющих понять эту логику. Именно в рамках современной теории финансов сформулированы базовые концепции финансового менеджмента, объясняется методология управления финансами хозяйствующего субъекта, характеризуются основные категории науки управления финансами, разрабатываются основные приемы, методы и инструменты, используемые для целей управления, дается их теоретическое обоснование.

- Общеизвестно, что управление представляет синтез науки и искусства, иными словами, фактор субъективности играет весьма существенную роль при принятии управленческих решений, в том числе и решений финансового характера. Именно поэтому финансовый менеджмент имеет очевидную практическую направленность и служит своеобразным мостиком между теоретическими построениями в отношении рынка капитала, систем, процессов и общих принципов управления и их практической реализацией. Эта сторона финансового менеджмента задается его тесной связью с бухгалтерским учетом как с позиции информационного обеспечения деятельности финансового менеджера, так и с позиции совпадения объекта деятельности представителей этих двух направлений, каковым являются финансовые потоки и операции с ними, приводящие к изменению в активах и обязательствах предприятия.

- Структуризация разделов финансового менеджмента как учебной дисциплины, которая как раз и определяет ее логику, может быть выполнена различными способами. В приложении к крупному предприятию, которому свойственны наиболее разнообразные варианты управленческих решений финансового характера, можно предложить следующие пять основных блоков направлений:

Блок 1. Финансовый менеджмент: логика дисциплины, ее структура, содержание, понятийный аппарат.

Блок 2. Анализ и планирование в системе финансового менеджмента.

Блок 3. Финансовые решения в отношении активов коммерческой организации.

Блок 4. Финансовые решения в отношении источников средств коммерческой организации.

Блок 5. Финансовые решения в нетиповых ситуациях.

Приведенная блочная структура основана на следующих посылах:

а) финансовый менеджмент как самостоятельное направление сформировался на стыке трех крупных научных направлений: общая теория управления, современная теория финансов и бухгалтерский учет;

б) финансовая деятельность любого хозяйствующего субъекта имеет два основных аспекта: управление активами (куда вложить финансовые ресурсы) и управление источниками финансирования (откуда взять требуемые ресурсы);

в) финансовые решения по указанным выше двум направлениям могут быть детализованы в зависимости от выделения конкретных объектов управления; в наиболее систематизированном виде эта детализация может быть выполнена, отталкиваясь от структуры баланса, представляющего наиболее совершенную из доступных финансовых моделей предприятия;

г) финансовая деятельность выполняется как в стабильном повторяющемся режиме, так и в условиях действия ряда факторов, значимость, приложимость к конкретному предприятию или действия которых ограничены (значимая инфляция, международные аспекты управленческой деятельности, банкротства, изменения организационно-правовой формы и существенные структурные изменения и др.); особенности финансовой деятельности в условиях действия данных факторов целесообразно описать отдельным блоком.

- В современной трактовке финансы представляют собой совокупность денежных отношений, возникающих в процессе создания фондов денежных средств у субъектов хозяйствования, государства и граждан и использования

их на цели воспроизводства, стимулирования и удовлетворения социальных нужд общества в целом и его членов.

- Областью возникновения и функционирования финансов является, в основном, вторая стадия производственного процесса - стадия обмена, когда происходит обмен произведенными общественными продуктами, эквивалентность которого для участников процесса обмена устанавливается с помощью стоимостных оценок. Именно на этой стадии появляются финансовые отношения, связанные с формированием денежных доходов и накоплений, принимающих специфическую форму финансовых ресурсов.
- В общей совокупности финансовых отношений можно выделить шесть крупных взаимосвязанных сфер: финансы хозяйствующих субъектов (предприятия, организации, учреждения), финансы системы страхования, государственные финансы, банковская система, финансовые рынки и финансы физических лиц (см. рис. на с. 20).
- Определенный тип управления финансами свойствен социально-экономическим системам любых форм собственности, любой целевой направленности, однако особый интерес представляет система управления финансами коммерческих предприятий. Среди основных причин следующие. Во-первых, именно эти предприятия составляют основу экономики любой страны, формируют ее национальное богатство. Во-вторых, этим компаниям характерен наиболее широкий спектр функций и методов управления финансами (инвестиционная политика, дивидендная политика, необходимость работы на финансовых рынках и т.п.), для них могут быть разработаны некоторые унифицированные подходы к принятию решений финансового характера.
- Финансовые потоки представляют собой “кровеносную систему” любого предприятия, поэтому эффективное управление ими, осуществляемое в рамках финансового менеджмента, является приоритетной задачей системы управления предприятием в целом.
- Финансовый менеджмент, или система управления финансами

предприятия, - это система взаимоотношений, возникающих на предприятии по поводу привлечения и использования финансовых ресурсов. Данная система многоаспектна, она распространяется как на взаимоотношения внутри предприятия, так и на взаимоотношения данного предприятия с другими контрагентами (субъекты хозяйствования, государственные органы, общество и др.).

- С позиции управления финансами субъекта хозяйствования ключевыми являются следующие три вопроса:

каков объем финансовых ресурсов необходим для успешной деятельности предприятия с позиции перспективы;

из каких источников можно привлечь требуемые финансовые ресурсы и какова оптимальная структура этих источников;

как организовать оперативное управление финансами предприятия с целью обеспечения его ликвидности и платежеспособности.

- Как практическая сфера деятельности финансовый менеджмент имеет четыре крупные области:

общий финансовый анализ и планирование, в рамках которых осуществляется формулирование приведенных выше вопросов, их формализация и определение способов решения;

управление инвестиционной деятельностью, понимаемой в широком смысле как инвестиции в так называемые реальные активы и инвестиции в финансовые активы и предназначенной для ответа на вопрос: “Куда вложить финансовые ресурсы с наибольшей эффективностью?”;

управление источниками финансовых ресурсов как область деятельности управленческого аппарата, предназначенная для ответа на вопрос: “Откуда взять требуемые финансовые ресурсы?”;

текущее финансовое управление, в рамках которого осуществляется финансирование текущей деятельности, обеспечивающее платежеспособность предприятия.

- Существует система экономических целей, достижение которых служит

признаком успешного управления финансами предприятия: избежание банкротства и крупных финансовых неудач, лидерство в борьбе с конкурентами, рост объемов производства и реализации, максимизация прибыли, занятие определенной ниши и доли на рынке товаров и т.п. Тем не менее общепризнанным является приоритет целевой установки, предусматривающей максимизацию рыночной стоимости компании, а следовательно, и богатства ее владельцев.

- Повышение рыночной стоимости компании достигается путем:
 - (а) стабильного генерирования текущей прибыли в объеме, достаточном для выплаты дивидендов и реинвестирования с целью поддержания заданных объемов производства или их наращивания;
 - (б) минимизации производственного и финансового рисков за счет выбора экономически обоснованного вида основной деятельности, диверсификации общей деятельности и оптимизации структуры источников средств;
 - (в) привлечения опытного управленческого персонала.
- Конкретизация и детализация путей достижения главной целевой установки осуществляется путем построения дерева целей. При этом могут выделяться: (а) рыночные, (б) финансово-экономические, (в) производственно-технологические и (г) социальные цели.
- В крупных компаниях акционеры делегируют ответственность за управление бизнесом профессиональным менеджерам. Поэтому актуальны вопросы в отношении управленческого персонала: (а) степень эффективности его работы; (б) возможность делегирования полномочий в отношении инвестиционной политики; (в) соответствие оплаты труда его качеству.
- Разрыв между функцией распоряжения и функцией текущего управления и контроля и возможные в этом случае противоречия между собственниками компании и ее управленческим персоналом в той или иной степени объясняются в рамках так называемой теории агентских отношений (Agency Theory). Если эти противоречия не носят критического характера для

деятельности компании, говорят о конгруэнтности целевых установок ее собственников и управленческого персонала. В хорошо организованной и структурированной компании, как правило, нет серьезных противоречий между целями, стоящими перед самой компанией, ее владельцами и управленческим персоналом.

- Одним из важнейших способов контроля за конгруэнтностью целевых установок собственников компании и ее управленческого персонала является проведение аудиторских проверок. Аудиторская деятельность представляет собой предпринимательскую деятельность аудиторов (аудиторских фирм) по осуществлению независимых вневедомственных проверок бухгалтерской (финансовой) отчетности, платежно-расчетной документации, налоговых деклараций и других финансовых обязательств и требований экономических субъектов, а также оказанию иных аудиторских услуг (организация бухгалтерского учета, оценка, налоговое планирование, управление корпоративными финансами, анализ финансово-хозяйственной деятельности, консультирование и др.).

- Основная задача аудиторов чаще всего состоит в вынесении независимого суждения о достоверности отчетных данных клиента.

Проводя проверку, аудитор автоматически формулирует некоторый критерий, соответствие которому и служит основанием для вынесения суждения. Очевидно, что таких критериев может быть несколько, причем эти критерии могут быть достаточно разноплановыми. Наиболее распространены следующие два взаимосвязанных критерия: если, во-первых, процедуры выполнялись в строгом соответствии с нормативными актами и, во-вторых, имеются оправдательные документы для всех операций, то отчетные данные достоверны; именно проверка этих двух критериев предписывается аудиторскими стандартами.

- Без особого преувеличения можно утверждать, что в последние годы в мировой практике в области аудита становится необратимой тенденция отхода от понимания роли аудитора как фиксатора степени достоверности

бухгалтерской отчетности и финансовых результатов в сторону представления аудитора в качестве советчика и консультанта. Безусловно, функция выражения независимого мнения о достоверности отчетности не отменяется, однако она уже не является доминирующей в спектре услуг, предлагаемых аудиторской компанией. Аудитор должен смотреть не в прошлое, а в будущее. Предполагается, что аудитор, будучи профессионалом высшей квалификации, может и должен выявить слабые места в организационной структуре управления, системах учета и контроля и сделать рекомендации по повышению эффективности ведения бизнеса клиентом. Аудитора в этом случае можно уподобить доктору, а успешность его действий зависит от многих факторов, в том числе и таких, отношение которых к такой сугубо процедурной деятельности, как учет и контроль, на первый взгляд представляется далеко не очевидным. В числе этих факторов, например, необходимость учета психологических моментов в деятельности как клиента, так и собственно аудиторов.

- Решения, которые должен принимать финансовый менеджер, занимающий одно из ключевых мест в управленческой иерархии компании, могут относиться к следующим областям деятельности: (а) общий финансовый анализ и планирование; (б) обеспечение предприятия финансовыми ресурсами (управление источниками средств); (в) распределение финансовых ресурсов (инвестиционная политика и управление активами); (г) дивидендная политика; (д) финансовые решения текущего характера. Таким образом, финансовый менеджер должен владеть весьма широким спектром представлений, понятий, методов и приемов, поскольку в своей компании он ответствен за выбор контрагентов, кредитную политику, обоснованность направлений и эффективность вложения денежных средств, целесообразность использования тех или иных инструментов финансирования и др. Он обязан делать достаточно быстрые и профессиональные суждения о финансовом положении собственной компании и потенциальных контрагентов, возможных последствиях

принятия того или иного решения в областях финансирования и инвестирования, целесообразности операций кратко - и долгосрочного характера на рынках капитала.

- Известны четыре фактора, определяющие деятельность коммерческого предприятия: земля, капитал, труд и предприимчивость. С определенной долей условности можно отдать приоритет капиталу; иными словами, финансовые ресурсы являются главенствующим видом ресурсов, поскольку обладают исключительно высокой степенью трансформации в любой другой вид ресурсов. В условиях рыночных отношений финансовая деятельность компании приобретает ключевое значение, поскольку от ее эффективности в значительной степени зависит сам факт существования компании. В свою очередь, в общей совокупности действий финансового менеджера, вероятно, главенствующее место занимает задача поиска и мобилизации устойчивых источников финансирования деятельности компании.

- По источникам формирования финансовые ресурсы хозяйствующего субъекта подразделяются на: (а) образуемые за счет собственных и приравненных к ним средств; (б) мобилизуемые на финансовых рынках как результат операций с ценными бумагами, ссудо-заемных операций и др.; (в) поступающие в порядке перераспределения в виде бюджетных ассигнований; (г) находящиеся во временном краткосрочном пользовании средства сторонних субъектов как результат текущих хозяйственных операций.

- Прибыль без сомнения является основным постоянным источником финансирования; однако этот источник ограничен, поэтому периодически любая компания вынуждена обращаться за денежными средствами на финансовые рынки.

- Финансовый рынок - это организованная или неформальная система торговли финансовыми инструментами. Подразделяется на валютный рынок, рынок золота, рынок капитала и рынок денежных средств.

- В плане финансирования деятельности крупных коммерческих предприятий рынок капитала в системе финансовых рынков играет

ключевую роль. Он подразделяется на рынок ссудного капитала (банковские ссуды и долговые ценные бумаги) и рынок долевых ценных бумаг.

- Рынок ценных бумаг (долевые, долговые и производные ценные бумаги) подразделяется на биржевой (торговля осуществляется на фондовых биржах) и внебиржевой (здесь обращаются ценные бумаги, не получившие допуска на фондовые биржи), спотовый (обмен активов на денежные средства осуществляется непосредственно во время сделки) и срочный (здесь осуществляется торговля срочными контрактами, подразумевающими поставку базисных активов в будущем), первичный (обслуживает эмиссию и первичное размещение ценных бумаг; именно на этом рынке компания мобилизует требуемые финансовые ресурсы путем продажи своих ценных бумаг) и вторичный (обеспечивает обращение ранее выпущенных ценных бумаг).

- Функционирование рынка капитала в значительной степени зависит от позиции и роли государства, которое при этом руководствуется рядом основополагающих принципов: принцип государственного регулирования, принцип минимального государственного вмешательства и максимального саморегулирования деятельности субъектов рынка, принцип равных возможностей путем поощрения конкуренции, контроля за ее уровнем, отказа от создания преференций для отдельных участников, принцип преемственности государственной политики, принцип ориентации на мировой опыт и учета тенденции глобализации финансовых рынков.

- Участниками рынка ценных бумаг являются эмитенты и владельцы ценных бумаг, а также профессиональные участники рынка, т.е. юридические и физические лица, зарегистрированные в качестве предпринимателей и осуществляющие разрешенную законом предпринимательскую деятельность, к которой относятся брокерская, дилерская, клиринговая, депозитарная деятельность, а также деятельность по управлению ценными бумагами и деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг.

- Основной объем операций на бирже осуществляется посредниками - инвестиционными институтами. Инвестиционный институт - юридическое

или физическое лицо, осуществляющее деятельность с Ценными бумагами как исключительную, не допускающую совмещения с другими видами деятельности. Он может осуществлять свою деятельность в качестве: посредника, инвестиционного консультанта, инвестиционной компании, инвестиционного фонда.

- Помимо фондовых бирж, на которых котируются ценные бумаги крупных компаний, существуют альтернативные финансовые рынки, которые: а) более рискованы; б) используются либо молодыми и быстро растущими компаниями, либо для операций управленческого персонала по выкупу компаний, либо “семейными” компаниями.
- Преимущества и недостатки выхода компании со своими ценными бумагами на рынок: а) расходы по размещению; б) необходимость следования установленным правилам; в) большая открытость компании и, как следствие, возможность критики деятельности управленческого персонала; г) “разводнение” (dilution) права собственности.

2. ПОНЯТИЙНЫЙ АППАРАТ И НАУЧНЫЙ ИНСТРУМЕНТАРИЙ ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА

Обзор ключевых категорий и положений

- Концептуальные основы любой науки в наиболее концентрированном виде могут быть выражены путем формулирования и идентификации ее предмета и метода. Предметом финансового менеджмента, т.е. того, что изучается в рамках данной науки, являются финансовые отношения, финансовые ресурсы и их потоки. Содержание и основная целевая установка финансового менеджмента - максимизация богатства владельцев фирмы с помощью рациональной финансовой политики. В широком смысле слова метод финансового менеджмента как науки представляет собой систему теоретико-познавательных категорий, базовых (фундаментальных) концепций, научного инструментария (аппарата) и регулятивных принципов управления финансовой деятельности субъектов хозяйствования.
- Категории финансового менеджмента - это наиболее общие, ключевые понятия данной науки. В их числе: фактор, модель, ставка, процент, дисконт, финансовый инструмент, денежный поток, риск, леверидж и др.
- Финансовый менеджмент как наука базируется на ряде фундаментальных концепций, разработанных в рамках современной теории финансов и служащих методологической основой для понимания сути тенденций, имеющих место на финансовых рынках, логики принятия решений финансового характера, обоснованности применения тех или иных методов количественного анализа. К ним относятся следующие концепции: денежного потока, временной ценности денежных ресурсов, компромисса между риском и доходностью, стоимости капитала, эффективности рынка капитала, асимметричности информации, агентских отношений, альтернативных затрат, временной неограниченности функционирования хозяйствующего субъекта, имущественной и правовой обособленности субъекта хозяйствования. Некоторые из базовых концепций носят достаточно

теоретизированный характер.

- Концепция денежного потока означает, что с любой финансовой операцией может быть ассоциирован некоторый денежный поток {cash flow), т.е. множество распределенных во времени выплат (оттоков) и поступлений (притоков), понимаемых в широком смысле. В качестве элемента денежного потока могут выступать денежные поступления, доход, расход, прибыль, платеж и др. В подавляющем большинстве случаев речь идет об ожидаемых денежных потоках. Именно для таких потоков разработаны формализованные методы и критерии, позволяющие принимать обоснованные решения финансового характера.
- Концепция временной ценности состоит в том, что денежная единица, имеющаяся сегодня, и денежная единица, ожидаемая к получению через какое-то время, не равноценны. Эта неравноценность определяется действием трех основных причин: инфляцией, риском неполучения ожидаемой суммы и оборачиваемостью. Суть действия этих причин достаточно очевидна. В силу инфляции происходит обесценение денег, т.е. денежная единица, получаемая позднее, имеет меньшую покупательную способность. Поскольку в экономике практически не бывает безрисковых ситуаций, всегда существует ненулевая вероятность того, что по каким-либо причинам ожидаемая к получению сумма не будет получена. По сравнению с денежной суммой, которая, возможно, будет получена в будущем, та же самая сумма, имеющаяся в наличии в данный момент, может быть немедленно пущена в оборот и тем самым принесет дополнительный доход.
- Концепция компромисса между риском и доходностью состоит в том, что получение любого дохода в бизнесе чаще всего сопряжено с риском, причем связь между этими двумя взаимосвязанными характеристиками прямо пропорциональная: чем выше обещаемая, требуемая или ожидаемая доходность, т.е. отдача на вложенный капитал, тем выше и степень риска, связанного с возможным неполучением этой доходности; верно и обратное. Финансовые операции являются именно тем разделом экономических

отношений, в котором особенно актуальна житейская мудрость: “бесплатным бывает лишь сыр в мышеловке”; интерпретации этой мудрости могут быть различны - в данном случае плата измеряется определенной степенью риска и величиной возможной потери.

- Большинство финансовых операций предполагает наличие некоторого источника финансирования данной операции. Концепция стоимости капитала состоит в том, что практически не существует бесплатных источников финансирования, причем мобилизация и обслуживание того или иного источника обходится компании не одинаково. Иными словами, во-первых, каждый источник финансирования имеет свою стоимость в виде относительных расходов, которые компания вынуждена нести за пользование им, и, во-вторых, значения стоимости различных источников в принципе не являются независимыми. Эту характеристику необходимо учитывать, анализируя целесообразность принятия того или иного решения.

- В условиях рыночной экономики большинство компаний в той или иной степени связано с рынками капитала, на которых можно найти дополнительные источники финансирования, получить некоторый спекулятивный доход, сформировать инвестиционный портфель для поддержания платежеспособности и др. Принятие решения и выбор поведения на рынке капитала, равно как и активность операций, тесно связаны с концепцией эффективности рынка, под которой понимается уровень его информационной насыщенности и доступности информации участникам рынка. Выделяют три формы эффективности рынка: слабую, умеренную и сильную. В условиях слабой формы эффективности текущие цены на акции полностью отражают лишь динамику цен предшествующих периодов. В условиях умеренной формы эффективности текущие цены отражают не только имевшиеся в прошлом изменения цен, но и всю равнодоступную участникам информацию. Сильная форма эффективности означает, что текущие цены отражают не только общедоступную информацию, но и сведения, доступ к которым ограничен.

- Концепция асимметричности информации тесно связана с концепцией эффективности рынка капитала. Смысл ее состоит в том, что отдельные категории лиц могут владеть информацией, недоступной всем участникам рынка в равной мере. Именно эта концепция отчасти объясняет существование рынка, ибо каждый его участник надеется, что та информация, которой он располагает, возможно, не известна его конкурентам, а следовательно, он может принять эффективное решение.
- В тех случаях, когда некоторое лицо или группа лиц нанимает другое лицо или группу лиц для выполнения некоторых работ и наделяет нанятых определенными полномочиями, с неизбежностью возникают так называемые агентские отношения. Концепция агентских отношений означает, что в условиях присущего рыночной экономике разрыва между функцией распоряжения и функцией текущего управления и контроля за активами и обязательствами предприятия могут появляться определенные противоречия между интересами владельцев компании и ее управленческого персонала. Для преодоления этих противоречий владельцы компании вынуждены нести агентские издержки. Существование подобных издержек является объективным фактором, а их величина должна учитываться при принятии решений финансового характера.
- Смысл концепции альтернативных затрат, или затрат упущенных возможностей (opportunity cost), состоит в том, что принятие любого решения финансового характера в подавляющем большинстве случаев связано с отказом от какого-то альтернативного варианта, который мог бы принести определенный доход. Этот упущенный доход по возможности необходимо учитывать при принятии решений. Например, организация и поддержание любой системы контроля безусловно стоит определенных денег, т.е. налицо затраты, которых в принципе можно избежать; с другой стороны, отсутствие систематизированного контроля может привести к гораздо большим потерям.
- Концепция временной неограниченности функционирования хозяйствующего субъекта (going concern concept) означает, что компания,

однажды возникнув, будет существовать вечно. Эта концепция служит основой стабильности и определенной предсказуемости динамики цен на рынке ценных бумаг, дает возможность использовать фундаменталистский подход для оценки финансовых активов, использовать принцип исторических цен при составлении бухгалтерской отчетности.

- Смысл концепции имущественной и правовой обособленности субъекта хозяйствования состоит в том, что после своего создания этот субъект представляет собой обособленный имущественно-правовой комплекс, т.е. его имущество и обязательства существуют обособленно от имущества и обязательств как его собственников, так и других предприятий. Хозяйствующий субъект является суверенным по отношению к своим собственникам. Эта концепция, тесно связанная с концепцией агентских отношений, имеет исключительно важное значение для формирования у собственников и контрагентов предприятия реального представления в отношении, во-первых, правомочности своих требований к данному предприятию и, во-вторых, оценки его имущественного и финансового положения. В частности, одной из ключевых категорий во взаимоотношениях между предприятием, с одной стороны, и его кредиторами, инвесторами и собственниками, с другой стороны, является право собственности. Это право означает абсолютное господство собственника над вещью и выражается в совокупном наличии прав владения, пользования и распоряжения данной вещью. В соответствии с данной концепцией любой актив, внесенный в качестве взноса в уставный капитал, поступает в собственность предприятия и, как правило, не может быть востребован собственником, например, в случае его выхода из состава учредителей (собственников).

- Научный инструментарий (аппарат) финансового менеджмента это совокупность общенаучных и конкретно научных способов управления финансовой деятельностью хозяйствующих субъектов. В практической плоскости научный инструментарий представляет собой совокупность финансовых инструментов, приемов, методов и моделей, позволяющих

осуществлять эффективное управление финансами предприятия.

- Финансовый инструмент - любой договор между двумя контрагентами, в результате которого одновременно возникают финансовый актив у одного контрагента и финансовое обязательство долгового или долевого характера у другого.
- Финансовые инструменты подразделяются на первичные, к которым относятся кредиты и займы, облигации, другие долговые ценные бумаги, кредиторская и дебиторская задолженность по текущим операциям, долевыми ценными бумагами, и вторичные, или производные (иногда в специальной литературе их называют дериватами), к которым относятся финансовые опционы, фьючерсы, форвардные контракты, процентные свопы, валютные свопы.
- Производный финансовый инструмент имеет два основных признака “производности”. Во-первых, в основе его всегда лежит некий базисный актив - товар, акция, облигация, вексель, валюта, фондовый индекс и др. Во-вторых, его цена чаще всего определяется на основе цены базисного актива.
- В основе многих финансовых инструментов и операций лежат ценные бумаги. Ценная бумага - это документ, удостоверяющий с соблюдением установленной формы и обязательных реквизитов имущественные права, осуществление или передача которых возможны только при его предъявлении.
- К имеющим хождение на территории России ценным бумагам, непосредственно затрагивающим деятельность подавляющего большинства коммерческих организаций, относятся: государственная облигация, облигация, вексель, чек, депозитный и сберегательный сертификаты, коносамент, акция, приватизационные ценные бумаги и другие документы, которые законами о ценных бумагах или в установленном ими порядке отнесены к числу ценных бумаг.
- Безрисковых операций в бизнесе практически не существует. Любая схема управления финансами, позволяющая исключить или минимизировать

степень риска, называется хеджированием. К наиболее распространенным приемам хеджирования относятся форвардные и фьючерсные контракты.

- форварды и фьючерсы позволяют застраховаться от возможного резкого изменения цен на некоторый актив (пшеница, металл и др.), поскольку дают возможность приобрести его по заранее оговоренной цене.

- Опционы, представляющие собой развитие идеи фьючерсов, не предусматривают обязательности продажи или покупки базисного актива, которая при неблагоприятных условиях (ошибочные прогнозы, изменение общей конъюнктуры и др.) может привести к существенным прямым или косвенным потерям одной из сторон. Опцион дает возможность ограничить величину потерь, поскольку держатель опциона имеет право не исполнять его при неблагоприятных условиях, тем самым сводя общую величину потерь к уплаченной стоимости опциона. Опцион используется в основном как инструмент игры на рынке с целью получения спекулятивной прибыли.

- Критическим для принятия решения о покупке опциона является не соотношение текущей цены базисного актива и цены исполнения, т.е. цены, по которой держатель опциона имеет право купить (в случае колл-опциона) или продать (в случае пут-опциона) базисный актив, а ожидаемая инвестором тенденция изменения текущей цены. Покупка опциона не является бессмысленной, если только существует ненулевая вероятность изменения цены базисного актива в нужном направлении.

- Приемы и методы, находящиеся в арсенале финансового менеджера, с определенной долей условности можно разделить на три большие группы: общеэкономические, прогнозно-аналитические и специальные. К первой группе относятся кредитование, ссудо-заемные операции, система кассовых и расчетных операций, система страхования, система расчетов, система финансовых санкций, трастовые операции, залоговые операции, трансфертные операции, система амортизационных отчислений, система налогообложения и др. Общая логика подобных методов, их основные параметры, возможность или обязательность исполнения задаются

централизованно в рамках системы государственного управления экономикой, а варибельность в их применении достаточно ограничена. Во вторую группу входят финансовое планирование, налоговое планирование, методы прогнозирования, факторный анализ, моделирование и др. Большинство из этих методов импровизационны по своей природе. Промежуточное положение между этими двумя группами по степени централизованной регулируемости и обязательности применения занимают специальные методы управления финансами, многие из которых еще только начинают получать распространение в России; это дивидендная политика, финансовая аренда, факторинговые операции, франчайзинг, фьючерсы и т.п. В основе многих из этих методов лежат производные финансовые инструменты.

- В финансовом менеджменте широко используются различные виды моделей. В широком смысле модель представляет собой любой образ, мысленный или условный аналог какого-либо объекта, процесса или явления, используемый в качестве его “заместителя” или “представителя”. Известны различные классификации моделей в экономике; в частности, весьма распространены дескриптивные, нормативные и предикативные модели, жестко детерминированные и стохастические модели, балансовые модели и др. В финансовом менеджменте различные виды моделей применяются для описания имущественного и финансового положения предприятия, характеристики стратегии финансирования деятельности предприятия в целом или отдельных ее видов, управления конкретными видами активов и обязательств, прогнозирования основных финансовых показателей, факторного анализа и др.

- Многие модели и методы количественного финансового анализа заимствованы из различных разделов математики. С позиции теории их построение нередко обременяется рядом предпосылок, носящих теоретический характер и, в известной степени, имеющих оттенок искусственности. В частности, при характеристике рынков капитала это

касается однородности ожиданий участников рынка, бесконечной делимости финансовых титулов, отсутствия трансакционных издержек, наличия определенных свойств функции полезности и др.; при построении моделей факторного анализа наличие условности в обособлении некоторой группы факторов и игнорировании других факторов; при использовании методов корреляционно-регрессионного анализа далеко не всегда выполнены предпосылки о независимости и случайности переменных и т.д. Подобная условность не должна смущать аналитика (менеджера), поскольку цель применения таких методов и моделей - пояснить и обосновать логику процессов, имеющих место на рынках капитала, в самом предприятии, в его взаимоотношениях с различными контрагентами. Что касается принятия конкретных решений финансового характера, то в значительной степени основываются на неформализованных объективных методах, которые, тем не менее, ни в коем случае не отрицают необходимости учета формализованных алгоритмов и расчетов.

3. БУХГАЛТЕРСКАЯ ОТЧЕТНОСТЬ В СИСТЕМЕ ИНФОРМАЦИОННОГО ОБЕСПЕЧЕНИЯ ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА

Обзор ключевых категорий и положений

- В современном динамично меняющемся мире значимость информационных ресурсов неуклонно повышается. Грамотное управление любой социально-экономической системой невозможно без надлежащего информационного обеспечения управленческого персонала.
- Информация - это сведения, уменьшающие неопределенность в той области, к которой они относятся. Иными словами, не любые данные можно квалифицировать как информацию, а лишь те, которые раскрывают объект внимания с какой-то новой, ранее неизвестной стороны. Из приведенного определения можно сделать очень важный вывод: информация сама по себе не существует, существуют лишь данные (информационные ресурсы, информационное сырье), из которых можно почерпнуть информацию. Поэтому информация переменчива и весьма субъективна.
- К исходным данным, потенциально несущим информацию, предъявляются различные требования, в том числе: достоверность, своевременность, необходимая достаточность, актуальность, достаточная точность и т.п.
- Информационное обеспечение процесса управления финансами - совокупность информационных ресурсов (информационная база) и способов их организации, необходимых и пригодных для реализации аналитических и управленческих процедур, обеспечивающих финансовую сторону деятельности компании.
- В состав информационной базы входят: сведения регулятивно-правового характера; финансовые сведения нормативно-справочного характера; бухгалтерская отчетность; статистические данные финансового характера; несистемные данные.
- Что касается организационной стороны информационного обеспечения, то она может быть построена по-разному, в зависимости от финансовых,

технических и других запросов и возможностей хозяйствующего субъекта. Здесь возможны различные варианты, например, создание и постоянная актуализация собственной информационной базы, использование одной из специализированных баз типа “Гарант”, “Кодекс” или “Консультант Плюс”, сочетание информационных возможностей сторонних организаций и собственных источников данных и др.

- В системе информационного обеспечения процесса управления без сомнения ключевую роль играет бухгалтерская отчетность. Речь идет не об информационном обеспечении текущего управления (для этого могут использоваться оперативные данные и данные текущего бухгалтерского учета), а об обеспечении финансовых решений тактического и стратегического характера, от которых зависит судьба предприятия и, в известном смысле, судьба его владельцев.

- Бухгалтерская отчетность представляет собой наиболее достоверную информационную модель предприятия, доступную, как правило, для широкого пользования; последнее обстоятельство как раз предполагает и предопределяет значимую достоверность этого информационного источника. Тем не менее понятие достоверности данных бухгалтерской отчетности не следует абсолютизировать.

- Определение бухгалтерской отчетности может быть дано исходя из логики собственно бухгалтерского учета, который процедурно реализуется путем: а) открытия счетов в начале очередного учетного периода; б) отражения на них текущих операций в системе двойной записи; в) закрытия счетов и формирования отчетности за истекший период. Поэтому бухгалтерская отчетность есть система показателей об имущественном и финансовом положении хозяйствующего субъекта, а также о финансовых результатах его деятельности за отчетный период, представленных, как правило, в табличной форме и сформированных непосредственно в результате закрытия счетов Главной книги. Поскольку при закрытии счетов их сальдо могут попадать либо в отчет о прибылях и убытках, либо в баланс, основными формами

бухгалтерской отчетности являются именно эти две формы; любые другие формы (например, в годы советской власти их число доходило до двух десятков), по сути, являются аналитическими расшифровками, или дополнением, к первым двум формам.

- Бухгалтерская отчетность имеет многоцелевой характер. Прежде всего она готовится бухгалтерами для внутрипроизводственных целей (имеются в виду цели собственников предприятия, его управленческого персонала и бухгалтерской службы), поскольку представленные в ней итоговые результаты деятельности предприятия за период позволяют реализовать функции анализа, планирования и контроля на данном предприятии. Что касается значимости отчетности с позиции текущего управления, то она весьма и весьма ограничена. В этом смысле гораздо более значима рекламно-информационная и коммуникационная функции отчетности, ориентированные прежде всего на внешних пользователей (кредиторы, инвесторы, контрагенты). Не случайно активизация рынков капитала в последние годы привела к существенному повышению роли Комитета по международным стандартам бухгалтерского учета (International Accounting Standards Committee, IASC), основной продукт деятельности которого - международные стандарты бухгалтерского учета - посвящен обобщению единообразных правил составления бухгалтерской отчетности, понятных и приемлемых международным экономическим сообществом.

- Конструирование отчетности исходя из целей ориентации ее прежде всего на нужды сторонних пользователей всегда было исходной предпосылкой в развитии систем бухгалтерского учета во многих экономических странах. В частности, в США именно эта идея явилась определяющей при разработке концептуальных основ бухгалтерского учета.

- С бухгалтерской отчетностью приходится работать не только бухгалтерам, но и аналитикам, финансистам, линейным руководителям и др. Существующая отчетность трудна для восприятия даже специалисту. Вместе с тем многие потенциальные ее пользователи не имеют базового

бухгалтерского образования, не владеют техникой учета, не знают взаимосвязей отчетных форм, экономического смысла многих статей. Поэтому нужен определенный подход, позволяющий даже неспециалистам относиться к отчетности, как к вполне доступному источнику информации. В частности, имеются достаточные основания утверждать, что умение работать с бухгалтерской отчетностью предполагает по крайней мере знание и понимание: а) места, занимаемого бухгалтерской отчетностью в системе информационного обеспечения деятельности финансового менеджера; б) нормативных документов, регулирующих ее составление и представление; в) состава и содержания отчетности; г) методики ее чтения и анализа.

- Многие страны имеют национальные системы бухгалтерского Учета. Одним из существенных отличительных признаков является система регулирования учета и отчетности и роль государства в этом процессе. Так, в США порядок составления отчетности полностью определяется национальными учетными стандартами, известными как общепризнанные принципы бухгалтерского учета (Generally Accepted Accounting Principles, GAAP) и имеющими рекомендательный характер. Влияние государственных органов проявляется не столь явно как во многих других странах. В Великобритании основным регулятивом является Закон о компаниях, отдельный раздел которого посвящен ведению учета и аудита, а национальные стандарты носят лишь рекомендательный характер и дополняют закон. Во Франции, как и в России, ведение бухгалтерского учета регулируется специальным законом о бухгалтерском учете.

- В настоящее время в России внедрена четырехуровневая система регулирования бухгалтерского учета: I уровень - законодательный; II уровень - нормативный; III уровень - методический; IV уровень - организационный (уровень предприятия). Основными документами, регулирующими учет и отчетность, являются Гражданский кодекс РФ и законы “Об акционерных обществах” и “О бухгалтерском учете”, а также положения по бухгалтерскому учету, являющиеся по своей сути и содержанию некоторым

аналогом международных стандартов бухгалтерского учета.

- Нормативные документы, к сожалению, не свободны от противоречий: могут противоречить документы, выпущенные разными ведомствами, документы, выпущенные одним и тем же ведомством, отдельные статьи одного и того же документа и т.п. Известны некоторые общие правила преодоления подобных коллизий (см. “Введение в финансовый менеджмент”, с. 143, 144).
- Согласно Закону “О бухгалтерском учете” бухгалтерская отчетность коммерческой организации определена в следующем составе: бухгалтерский баланс; отчет о прибылях и убытках; приложения к ним, предусмотренные нормативными актами; аудиторское заключение; пояснительная записка. Состав приложений уточняется другими нормативными документами; в частности, в последние годы к ним относятся: отчет о движении капитала, отчет о движении денежных средств и приложение к бухгалтерскому балансу.
- Годовая отчетность в обязательном порядке представляется в два адреса: собственникам предприятия и в органы статистики.
- Согласно Закону “О бухгалтерском учете” акционерные общества открытого типа, банки и другие кредитные организации, страховые организации, биржи, инвестиционные и иные фонды, создающиеся за счет частных, общественных и государственных средств (взносов), обязаны публиковать свою годовую бухгалтерскую отчетность не позднее 1 июня года, следующего за отчетным, публичность бухгалтерской отчетности заключается в (а) передаче отчетности территориальным органам статистики; (б) ее опубликовании в газетах и журналах, доступных пользователям отчетности, либо распространении среди них брошюр и буклетов, содержащих эту отчетность. Публичность означает также, что годовая бухгалтерская отчетность организаций (кроме бюджетных организаций) является открытой для заинтересованных пользователей, которые могут знакомиться с отчетностью и получать ее копии с возмещением затрат на

копирование.

- Действующим законодательством предусмотрена возможность составления консолидированной отчетности, представляющей собой отчетность корпоративной группы, объединяющей отчетные данные входящих в эту группу, но самостоятельных в правовом отношении субъектов. Таким образом, консолидированная отчетность не является отчетностью юридически самостоятельной коммерческой организации. Ее цель - не выявление налогооблагаемой прибыли, а лишь получение общего представления о деятельности корпоративной семьи, т.е. она имеет явно выраженную аналитическую направленность. Кроме того, консолидация не есть простое суммирование одноименных статей бухгалтерской отчетности компаний группы, поскольку она заполняется по специальным алгоритмам на основе данных учета и отчетности участников корпоративной группы.
- Формы бухгалтерской отчетности представляют собой единое целое, поскольку с разных сторон дают характеристику финансового состояния и финансовых результатов, достигнутых предприятием за отчетный период. Этим формам присущи логические (взаимодополнение и корреспонденция форм), а также прямые и косвенные информационные (контрольные соотношения между статьями) взаимосвязи.
- При составлении отчетности существенную роль играют принципы бухгалтерского учета. В частности, в соответствии с принципом исторических цен принято отражать активы по себестоимости; в соответствии с принципом осторожности некоторые виды активов показывают в балансе с учетом начисленных резервов.
- Основную аналитическую нагрузку среди отчетных форм несет баланс. С позиции аналитика из множества видов балансов наибольшую значимость имеет аналитический баланс-нетто, в котором проведена определенная перекомпоновка и укрупнение статей, подразделов и разделов, а также выполнена процедура “очистки” от регулирующих статей, искажающих валюту (т.е. итог) баланса.

- В отношении основных составных частей баланса - актива и пассива - могут быть даны различные их интерпретации. Актив баланса имеет две основные трактовки: предметно-вещностную (актив - это опись инвентаря) и затратно-результатную (актив - это расходы ради будущих доходов). Пассив баланса имеет юридическую и экономическую интерпретации. Согласно первой пассив — это, в известном смысле, сумма обязательств предприятия перед его собственниками и контрагентами; согласно второй - пассив представляет собой свод источников средств.
- Любая статья в пассиве должна трактоваться не как собственно финансовые ресурсы, а как некий условный источник, за которым стоит реальное физическое или юридическое лицо, предоставившее хозяйствующему субъекту денежные средства в прямой или опосредованной форме. Поскольку возникшие в связи с предоставлением средств обязательства раньше или позже будут непременно погашены, соответствующий источник вполне может исчезнуть. Источники средств и собственно средства - это совершенно разные категории, поэтому они и представлены в разных разделах - соответственно в пассиве и активе баланса. В этом смысле, ставшие уже трафаретными слова “приобрести активы за счет прибыли”, не следует понимать буквально, поскольку любая подобная сделка может быть совершена в конечном итоге лишь за счет денежных средств, а не за счет какой-то неосязаемой прибыли. Прибыль — это условный расчетный показатель, а не реальные средства, которые можно использовать в операциях купли-продажи.
- При формировании актива баланса можно руководствоваться различными посылами, и это влияет на его наполняемость. На первый взгляд, наиболее очевидной и напрашивающейся является идея отражать в активе объекты учета, которые находятся в собственности предприятия. Тем не менее существуют активы, попадающие прямо или опосредованно в систему двойной записи, но не принадлежащие предприятию на праве собственности (например, объекты аренды, давальческое сырье, товары, взятые на

комиссию, и др.)-Поэтому в международной практике весьма распространен другой подход - отражать в активе баланса объекты, находящиеся под контролем предприятия. Однако и в этом случае имеет место противоречие, поскольку, например, любое арендованное имущество чаще всего находится под контролем арендатора; тем не менее принято объекты финансовой аренды отражать на балансе арендатора, а объекты операционной аренды - на балансе арендодателя. (Отметим, что в соответствии с российским законодательством балансодержатель в случае финансовой аренды определяется в договоре.)

- Баланс как основная отчетная форма может быть представлен в различном виде; каждому представлению соответствует свое балансовое уравнение. В частности, в международной учетно-аналитической практике получили распространение два основных способа представления активов и пассивов в балансе, когда валюта баланса показывает соответственно: (а) общую сумму средств, авансированных в деятельность предприятия; (б) величину собственных средств.
- Показатели отчета о прибылях и убытках могут существенно меняться в зависимости от того, какой метод - начисления или кассовый - применяется в компании для расчета выручки и финансовых результатов.
- Теоретически число методов исчисления выручки и финансовых результатов не ограничивается двумя, поскольку ключевым моментом в операциях купли-продажи является не отгрузка товаров или поступление денежных средств, а момент перехода права собственности и риска случайной гибели от одного контрагента к другому. Эти обстоятельства определяются так называемыми условиями франкировки.
- Каждая хозяйственная операция вызывает изменение в финансовом состоянии предприятия, что немедленно отражается на балансе (в случае, если бы баланс составлялся после каждой операции). Существуют четыре типа изменений в балансе: а) увеличение валюты баланса в случае одновременного и равновеликого увеличения актива и пассива; б)

уменьшение валюты баланса в случае одновременного и равновеликого уменьшения актива и пассива; в) изменения в составе активов (валюта не меняется); г) изменения в составе источников (валюта не меняется). (Отметим, что в пунктах (а) и (б) неравновеликого увеличения или уменьшения актива и пассива баланса в силу двойной записи быть не может.)

- В дореволюционной России бухгалтерская отчетность не регулировалась государственными органами; впервые ее унификация была проведена А.К. Рощаховским, предложившим в 1910 г. унифицированную структуру баланса для акционерных обществ.

- В централизованно планируемой экономике отчетность обеспечивала информационную поддержку доминировавших в то время вертикальных связей между субъектами; в рыночной экономике приоритетность горизонтальных связей предполагает иное целевое назначение и информационное содержание отчетных форм.

- Основной тенденцией в регулировании отчетности в советский период была жесткая регламентированность ее состава. В период перехода к рыночной экономике наблюдается резкое уменьшение количества отчетных форм и их приближение к требованиям международных учетных стандартов.

- В настоящее время отечественная отчетность в достаточной степени приближена к международным учетным стандартам, тем не менее имеется ряд отличий, которые необходимо знать прежде всего специалистам, занятым решением проблемы трансформации отчетности из отечественного формата в один из западных. Что касается баланса, то эти отличия не носят критического характера. Гораздо больше расхождений имеется в отчете о прибылях и убытках; главная их причина - различия в трактовке понятия себестоимости продукции и в подходах к классификации отдельных статей затрат и доходов.

4. МЕТОДИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ АНАЛИЗА ФИНАНСОВОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ КОММЕРЧЕСКОЙ ОРГАНИЗАЦИИ

Обзор ключевых категорий и положений

- Принятию любого решения, имеющего неспонтанный характер, предшествует определенное его обоснование, базирующееся обычно на некоторых аналитических процедурах. Смысл и значимость подобных процедур, особенно в бизнесе, выходят далеко за рамки простейших арифметических действий или расчета ряда бессистемно отобранных аналитических показателей.
- Анализ в широком смысле понимается как целенаправленная деятельность аналитика, состоящая в идентификации показателей, факторов и алгоритмов и позволяющая, во-первых, дать более или менее формализованную характеристику или обоснование некоторых фактов и явлений, как имевших место в прошлом, так и ожидаемых или планируемых к осуществлению в будущем, и, во-вторых, систематизировать возможные варианты действий.
- Анализ в значительной степени носит творческий характер, хотя, естественно, предусматривает проведение количественных расчетов, построение моделей, проведение выборок, выявление тенденций и др. Необходимо иметь в виду, что, применяя различные методы и процедуры анализа, можно не только получить разные результаты, нередко противоречащие друг другу, но и “обосновать” заранее желаемый вариант действий или заранее желаемые выводы. Результаты аналитических процедур, как и собственно анализ, не должны абсолютизироваться, их не следует рассматривать как неоспоримые аргументы, обосновывающие принятие того или иного решения. Нередко эти результаты целесообразно дополнить различного рода неформализуемыми субъективными оценками.
- Успешность анализа определяется различными факторами. С известной долей условности можно рекомендовать шесть основных принципов, которые целесообразно иметь в виду, приступая к анализу:

необходимо наличие достаточно четкой программы анализа,

предшествующей его проведению, включая проработку и однозначную идентификацию расчетных и аналитических алгоритмов;

схема анализа должна быть построена по принципу “от общего к частному”, при этом важно выделять наиболее существенные моменты;

любые “всплески”, т.е. отклонения от нормативных или плановых значений показателей, даже если они имеют позитивный характер, должны тщательно анализироваться;

завершенность и цельность любых аналитических процедур в значительной степени определяются обоснованностью используемой совокупности критериев, к отбору которых необходимо подходить с особой тщательностью;

выполняя анализ, не следует без нужды привлекать сложные аналитические методы - выбор математического аппарата должен основываться на идее целесообразности и оправданности, поскольку сама по себе сложность аппарата вовсе не гарантирует получение более качественных оценок и выводов;

выполняя расчеты, не нужно стремиться к точности оценок; как правило, наибольшую ценность представляет выявление тенденций и закономерностей, а не получение каких-то мифических “точных” оценок, которые чаще всего таковыми не могут быть в принципе.

- Экономический анализ, как некая разновидность анализа вообще, представляет собой систематизированную совокупность аналитических процедур, имеющих целью получение заключений, выводов и рекомендаций экономического характера в отношении некоторого объекта. Объекты анализа могут быть исключительно разнородными - страна, предприятие, инвестиционный проект, технологическая линия и т.п. Этим отчасти обуславливается существование различных трактовок данного термина.
- В классической западной литературе (работы П. Самуэльсона, И. Шумпетера, И. Рима и др.) “экономический анализ” иногда используется как синоним термина “современная экономическая теория”. Математико-

аналитический аппарат этой науки предназначен для построения и исследования моделей, описывающих такие категории, как потребление, спрос, полезность, деньги, капитал, инфляция и др. В отечественной науке (работы С.К. Татура, (С.Б. Барнгольц, М.И. Баканова, А.Д. Шеремета и др.) под экономическим анализом (анализом хозяйственной деятельности) в послевоенные годы понимают гораздо более узкое и, в некотором смысле, приземленное направление, связанное с изложением методов и техники аналитических расчетов на уровне предприятия, находящегося в собственности государства. Отличительные особенности данного анализа состоят в следующем:

он проводится обычно в ретроспективном аспекте;

его квинтэссенцией являются: а) анализ выполнения плановых заданий по различным показателям и б) факторный анализ;

он затрагивает не только и не столько финансовую сторону деятельности предприятия, сколько предполагает комплексную оценку абсолютно разнородных (с позиции, например, бухгалтера или финансового менеджера) сторон деятельности.

- Анализ хозяйственной деятельности (вероятно, правильное микроэкономический анализ) как самостоятельное направление сложился в России в 1930-е годы, подменив собой дисциплину “Анализ баланса”. Новая дисциплина, появление которой обусловлено процессом централизации социалистической экономики и ужесточением контрольно-аналитической функции бухгалтерского учета, была посвящена изложению методик оценки, анализа и контроля внутрипроизводственных показателей: выручка, прибыль, численность, фонд заработной платы, себестоимость и др. Поскольку подобные методики базируются в основном на информации, которая в условиях рыночной экономики рассматривается как конфиденциальная, анализ хозяйственной деятельности был наукой, развивавшейся исключительно в СССР. Одной из лучших работ по этому направлению является монография А.П. Александровского (1938 г.).

- Очевидно, что аналитические процедуры могут выполняться с позиции либо ретроспективы, либо перспективы. В качестве образного примера можно привести игру в шахматы. В процессе игры шахматист, анализируя возможные варианты действий, пытается найти выигрышную их комбинацию. По окончании партии, не исключено, он будет заниматься ретроспективным анализом с целью выявления допущенных им ошибок. В известном смысле анализ хозяйственной деятельности представлял собой квинтэссенцию ретроспективного анализа, абсолютизация роли которого с позиции перспективного управления весьма сомнительна. Не случайно этой дисциплины нет в учебных программах западных университетов; не случайно роль ее стала стремительно снижаться и в постсоветской России.
- В экономической литературе достаточно широко распространен термин “финансовый анализ”, причем однозначная его интерпретация отсутствует как на Западе, так и в России. На Западе все более широкое признание получает трактовка финансового анализа к анализу на рынке ценных бумаг, которым как раз и занимаются Финансовые аналитики. Согласно другой трактовке “финансовый анализ” понимается в широком аспекте как анализ финансовой деятельности предприятия, охватывающий все разделы аналитической боты, связанные с управлением финансами хозяйствующего субъекта в контексте окружающей среды, включая и рынок капитала. Третий подход ограничивает сферу его охвата анализом бухгалтерской отчетности, т.е. сводится к анализу финансового состояния предприятия.
- В дальнейшем в пособии мы будем понимать финансовый анализ как анализ на рынке ценных бумаг, анализ финансовой деятельности предприятия - как анализ в системе финансового менеджмента, анализ финансового состояния - как один из разделов анализа финансовой деятельности предприятия.
- Таким образом, анализ финансовой деятельности предприятия целесообразно трактовать не как самостоятельное научное направление, а лишь как элемент системы финансового менеджмента, хотя и исключительно

важный. Такой подход обуславливается неразрывностью общих функций управления - анализ важен не сам по себе, а лишь как неотъемлемая часть эффективной системы управления. Действительно, с одной стороны, обоснованное решение всегда базируется на данных некоторых аналитических процедур; с другой стороны, анализ выполняется лишь для того, чтобы потом принять какое-то управленческое решение.

- В системе экономического анализа именно анализ финансовой деятельности хозяйствующего субъекта занимает ключевое место, поскольку, во-первых, хозяйствующий субъект является базовой ячейкой экономической системы в любой стране и, во-вторых, управление финансами, которое немислимо без оценки финансового состояния предприятия и его контрагентов, представляет собой сердцевину системы управления предприятием.

- В применении к конкретному предприятию принято выделять два вида подобного анализа: внешний и внутренний. Они различаются рядом признаков: назначение, исполнители и пользователи, базовое информационное обеспечение, характер предоставляемой информации, степень унификации методики анализа, доминирующий временной аспект анализа и др.

- Анализ финансовой деятельности предприятия - важная часть Работы финансовых менеджеров и аналитиков, поскольку его результаты являются формализованной основой принятия решений финансового характера в отношении данного предприятия со стороны всех заинтересованных лиц: собственников, управленческого персонала, контрагентов и др. Как уже упоминалось, этот анализ является основной составной частью финансового менеджмента и в той или иной степени затрагивает все его подразделы.

- Систематизированный анализ финансовой деятельности предприятия, точнее его основной подраздел - анализ финансового состояния предприятия - оформился в самостоятельное направление в конце XIX века в рамках оригинального подраздела бухгалтерского учета, получившего название

“балансоведение”. В начале XX века в его развитие существенный вклад внесли российские ученые А.П. Рудановский, Н.А. Блатов, И.Р. Николаев, А.К. Роццаховский и др. По мере становления централизованно планируемой экономики в советский период этот вид анализа был подменен анализом хозяйственной деятельности, суть которого заключалась в контроле за выполнением плановых заданий и оценке отклонений фактических значений показателей от плановых. Возрождение анализа финансовой деятельности предприятия в постсоветской России началось в рамках перехода отечественной экономики на рыночные рельсы.

- Проведение анализа - творческий процесс, вместе с тем анализ финансовой деятельности предприятия с позиции внешних аналитиков, т.е. аналитиков, выполняющих расчеты и оценки на базе доступной информации, к которой относятся публикуемые годовые отчеты предприятий и данные рынка ценных бумаг, может быть формализован. Основу методики анализа в этом случае составляет система аналитических коэффициентов, а сама методика может быть реализована в рамках экспресс-анализа или углубленного анализа финансовой деятельности предприятия.

- Годовой отчет предприятия рассматривается как важнейший информационный источник анализа, причем бухгалтерская отчетность является основным, но далеко не единственным информационным ресурсом, представленным в отчете.

- Входящее в состав годового отчета аудиторское заключение относится не ко всему отчету, а лишь к тому его разделу, в котором приведена бухгалтерская отчетность и пояснения к ней.

- В рамках экспресс-анализа общее представление о финансовом состоянии предприятия можно сделать на основании аудиторского заключения, наличия (отсутствия) “больных” статей в отчетности, сведений, приведенных в пояснительной записке или в аналитической части отчета, а также расчета некоторых аналитических коэффициентов, не предусматривающих дополнительных информационных источников или сложных моделей и

алгоритмов исчисления.

- Углубленный анализ финансовой деятельности предприятия предполагает также вертикальный и горизонтальный анализы отчетности, расчет большинства аналитических коэффициентов, рассматриваемых в системе, построение факторных моделей, проведение прогнозно-аналитических расчетов.
- Вертикальный анализ - анализ структуры отчетной формы с целью выявления относительной значимости тех или иных ее статей.
- Горизонтальный анализ - анализ динамики отдельных статей отчетной формы с целью выявления и прогнозирования присущих им тенденций.
- Система показателей - это совокупность исчисляемых, логически взаимосвязанных величин, всесторонне отображающих состояние и развитие данного объекта или явления. К совокупности показателей, трактуемой как система, как правило, предъявляется ряд требований, которым она должна отвечать: комплексность, взаимосвязь, необходимая широта охвата, однозначная исчисляемость, допустимая мультиколлинеарность, обобщимость и др. Любая система показателей имеет обычно некий внутренний стержень, объясняющий логику объединения показателей в систему.
- Существуют различные классификации системы аналитических коэффициентов, позволяющих дать достаточно подробную характеристику финансовой деятельности предприятия. В частности, за основу можно взять понятие экономического потенциала, под которым понимается способность предприятия достигать поставленные перед ним цели, используя имеющиеся у него материальные, трудовые и финансовые ресурсы. Формализованное описание экономического потенциала наиболее эффективно может быть сделано на основе бухгалтерской отчетности, представляющей собой некоторую финансовую модель данного предприятия, рассматриваемого в контексте окружающей среды, включающей рынки товаров, труда, капитала.

Экономический потенциал предприятия, в формализованном виде представленный бухгалтерской отчетностью как наилучшей из существующих финансовых моделей предприятия, как раз и является упоминавшимся выше внутренним стержнем, неким организующим началом, позволяющим построить логически объяснимую и непротиворечивую систему показателей.

- Можно выделить две стороны экономического потенциала: имущественное и финансовое положение предприятия. Имущественное положение рассматривается не в предметно-вещностном аспекте, а с позиции стоимостной оценки долгосрочных активов и оптимальности инвестиционной политики. Финансовое положение рассматривается с позиции краткосрочной перспективы (ликвидность, платежеспособность и текущее положение компании на рынке ценных бумаг) и долгосрочной перспективы (финансовая устойчивость, отсутствие признаков банкротства и перспективы изменения положения компании на рынке ценных бумаг).
- Приведенный подход позволяет выделить шесть групп показателей, характеризующих имущественное положение компании, ликвидность и платежеспособность, финансовую устойчивость, деловую активность, прибыль и рентабельность, положение на рынке ценных бумаг.
- Основными характеристиками имущественного положения предприятия являются: стоимостная оценка хозяйственных средств, находящихся под контролем предприятия (чаще всего под ней понимают валюту, т.е. итог баланса-нетто, хотя в рыночных условиях и тем более в условиях инфляции эта оценка совершенно не совпадает с рыночной стоимостью предприятия); доля внеоборотных активов в валюте баланса; доля активной части основных средств; коэффициент износа.
- Ликвидность и платежеспособность предприятия характеризуются величиной собственных оборотных средств (СОС) и коэффициентами ликвидности. Известны различные алгоритмы расчета величины СОС, каждый из которых имеет свои достоинства и недостатки. Показатель СОС -

это характеристика источников средств, но не оборотных активов.

- Ликвидность актива - способность его трансформироваться в денежные средства, а степень ликвидности определяется продолжительностью временного периода, в течение которого эта трансформация может быть осуществлена. Говоря о ликвидности предприятия, имеют в виду наличие у него оборотных средств в размере, теоретически достаточном для погашения краткосрочных обязательств хотя бы и с нарушением сроков погашения, предусмотренных контрактами. Основным признаком ликвидности, следовательно, служит определенное формальное превышение (в стоимостной оценке) оборотных активов над краткосрочными пассивами. Если предприятие работает в стабильном режиме, то показатели его ликвидности достаточно статичны.

- Платежеспособность предприятия - наличие у него денежных средств и их эквивалентов, достаточных для расчетов по кредиторской задолженности, требующей немедленного погашения. Основными признаками платежеспособности являются: а) наличие в достаточном объеме средств на расчетном счете; б) отсутствие просроченной кредиторской задолженности. Платежеспособность - весьма динамичное состояние предприятия, зависящее от ряда факторов, в числе политики в отношении дебиторов, принятого на предприятии подхода по управлению денежными средствами, взаимоотношений с банками и др.

- Финансовая устойчивость предприятия описывается показателями, характеризующими состояние его взаимоотношений с поставщиками финансовых ресурсов, или лендерами. И лендеры, и кредиторы предоставляют собственные средства во временное пользование предприятию, однако природа сделки имеет принципиально различный характер. Лендеры предоставляют финансовые ресурсы на долгосрочной или краткосрочной основе на определенный срок и с условием возврата, получая за это проценты; целевое использование этих ресурсов контролируется ими лишь в отдельных случаях и в определенных пределах. В случае с

кредиторами привлечение средств осуществляется как естественный элемент текущего взаимодействия между предприятием и его контрагентами (поставщики сырья, бюджет, работники).

- Количественно финансовая устойчивость может оцениваться двояко: во-первых, с позиции структуры источников средств, во-вторых, с позиции расходов, связанных с обслуживанием внешних источников. Соответственно выделяют две группы показателей, называемые условно коэффициентами капитализации и коэффициентами покрытия. Показатели первой группы рассчитываются в основном по данным пассива баланса (доля собственного капитала в общей сумме источников, доля заемного капитала в общей сумме долгосрочных пассивов, под которыми понимается собственный и заемный капитал, уровень финансового левериджа и др.). Во вторую группу входят показатели, рассчитываемые соотношением прибыли до вычета процентов и налогов с величиной постоянных финансовых расходов, т.е. расходов, нести которые предприятие обязано несмотря на то, имеет оно прибыль или нет.

- Деловая активность предприятия проявляется в динамичности его развития, достижении им поставленных целей, что отражают натуральные и стоимостные показатели, эффективном использовании экономического потенциала, расширении рынков сбыта своей продукции. Количественная оценка и анализ деловой активности могут быть сделаны по двум направлениям: а) степень выполнения план (установленного вышестоящей организацией или самостоятельно по основным показателям, обеспечение заданных темпов их роста б) уровень эффективности использования ресурсов коммерческой организации. Принято выделять три вида ресурсов: материальные трудовые и финансовые. Основными показателями деловой активности являются: соотношение темпов роста активов, выручки и прибыли, показатели фондоотдачи, ресурсоотдачи, выработки и оборачиваемости, характеристики продолжительности операционного и финансового цикла.

- Результативность деятельности предприятия в финансовом смысле

характеризуется показателями прибыли и рентабельности. Эти показатели как бы подводят итог деятельности предприятия за отчетный период; они зависят от многих факторов: объем проданной продукции, затратно-емкость, организация производства и др. В числе ключевых факторов - уровень и структура затрат (издержек производства и обращения), поэтому в этом же блоке в рамках внутреннего анализа может выполняться оценка целесообразности затрат, их динамика, структурные изменения, а основные показатели - уровень издержек производства (обращения) и абсолютная и относительная экономии (перерасходы) издержек.

- Подчеркнем, что можно выделить различные показатели прибыли, представляющие особый интерес для тех или иных категорий пользователей. Поскольку данные показатели являются наиболее распространенными обобщенными характеристиками успешности деятельности компании, необходима четкая и однозначная их идентификация, позволяющая делать обоснованные оценочные суждения. Так, данные о том, что предприятие работает рентабельно, а его прибыль равна P , безусловно полезны, но мало информативны, поскольку не ясно, о какой прибыли идет речь.

- Показатели рентабельности - относительные показатели, в которых прибыль сопоставляется с некоторой базой, характеризующей предприятие с одной из двух сторон - ресурсы или совокупный доход в виде выручки, полученной от контрагентов в ходе текущей деятельности. Поэтому известны две группы показателей рентабельности: рентабельность инвестиций (капитала) и рентабельность продаж. В первую группу входят показатели “рентабельность совокупного капитала” и “рентабельность собственного капитала”, во вторую - валовая, операционная и чистая маржа (рассчитываются соотношением валовой, операционной и чистой прибыли к выручке от реализации).

- Положение компании на рынке ценных бумаг характеризуется показателями рыночной капитализации, дохода (прибыли) на акцию, доходности акций (облигаций), дивидендного выхода и др.

- Существует не только множество показателей, характеризующих предприятие с той или иной стороны, но и множество алгоритмов их расчета. Во избежание непредумышленных недоразумений в годовых отчетах и аналитических записках рекомендуется приводить алгоритмы расчета ключевых показателей.
- Аналитические коэффициенты могут эффективно использоваться в динамических и пространственных сопоставлениях, а также в сравнении с некоторыми аналитическими ориентирами (нормативами). Они являются основой в методиках комплексной оценки финансового состояния предприятия, оценки кредитоспособности потенциального контрагента (заемщика), оценки практики финансирования запасов сырья и материалов, оценки возможного банкротства предприятия.

5. ФИНАНСОВОЕ ПЛАНИРОВАНИЕ И МЕТОДЫ ПРОГНОЗИРОВАНИЯ

Обзор ключевых категорий и положений

- Планирование входит в число общих функций управления, имманентно присущих любой функционирующей социально - экономической системе. Необходимость составления планов определяется многими причинами; выделим три из них, являющиеся, по нашему мнению, основными: неопределенность будущего; координирующая роль плана; оптимизация экономических последствий.
- Известное выражение - “все в мире относительно” - исключительно актуально для экономики. Причина этого - в множественности и динамичности факторов, оказывающих постоянное и не всегда прогнозируемое влияние на любую социально-экономическую систему. Для того чтобы уменьшить ожидаемое негативное влияние одних факторов и, наоборот, увеличить ожидаемое позитивное влияние других факторов, применяется планирование, в рамках которого эти факторы идентифицируются, а их влияние оценивается и, по возможности, регулируется. Очевидно, что факторов неопределенно много, а действие их нередко хаотично и разнонаправленно, поэтому главная цель составления любого плана - не задание точных цифр и ориентиров, поскольку сделать это невозможно в принципе, а идентификация по каждому из важнейших направлений определенного “коридора”, в границах которого может варьировать тот или иной показатель.
- Смысл координирующей (в известном смысле системообразующей) роли плана состоит в том, что наличие хорошо структурированных, детализированных и взаимоувязанных целевых установок дисциплинирует как перспективную, так и текущую деятельность, приводит ее в определенную систему, позволяет хозяйствующей субъекту работать ритмично, без существенных сбоев.
- Последняя причина составления планов заключается в том, что любое

рассогласование деятельности социально-экономической системы требует финансовых затрат (прямых или косвенных) на его преодоление. Вероятность наступления подобного рассогласования гораздо ниже, если работа осуществляется по плану; кроме того, и негативные финансовые последствия менее значительны.

- В любой компании разрабатывается множество планов, однако основными из них являются стратегический, производственный и финансовый. Стратегический план подразумевает формулирование и задач, масштабов и сферы деятельности компании. Производственные планы составляются на основе стратегического плана и предусматривают определение производственной, маркетинговой, научно-исследовательской и инвестиционной политики. В зависимости от сложности организационно-управленческой структуры компании и горизонта планирования таких планов может быть несколько. Финансовый план представляет собой документ, характеризующий способ достижения финансовых целей компании и увязывающий ее доходы и расходы. В основе финансового планирования лежат стратегический и производственные планы.

- Стратегический план, который готовится высшим управленческим персоналом компании, может иметь следующую структуру:

Раздел 1. Содержание и целевые установки деятельности фирмы.

Излагаются предназначение и стратегическая цель деятельности фирмы, масштабы и сфера деятельности, тактические цели и задачи.

Раздел 2. Прогнозы и ориентиры.

Приводятся прогноз экономической ситуации на рынках капиталов, продукции и труда, намеченные перспективные ориентиры по основным показателям.

Раздел 3. Специализированные планы и прогнозы.

Могут выделяться такие разделы, как “Производство”, “Маркетинг”, “Финансы (финансовый план)”, “Кадровая политика”, “Инвестиционная деятельность”, “Инновационная деятельность”, “Новая продукция и рынки

сбыта”.

- Производственные планы (синонимы: текущие, регулярные, оперативные) готовятся линейными руководителями и представляют собой программу действий как компании в целом, так и отдельных ее подразделений. Эти планы носят в основном технологический характер, поскольку предназначены для систематизации действий по достижению целей, сформулированных в стратегическом плане. Чаще всего производственный план для компании в целом выражается в виде так называемого *генерального бюджета*.

- Термины “план” и “бюджет” иногда воспринимаются как синонимы, хотя чаще всего между ними проводят определенное различие. План понимается в широком смысле и включает в себя весь некоторым образом упорядоченный спектр действий, направленных на достижение заданных целей, причем эти действия могут описываться не только с помощью формализованных, количественных оценок, но и путем перечисления ряда неформализованных процедур. Бюджет - это более узкое понятие, подразумевающее количественное представление плана действий, причем, как правило, в стоимостном выражении. Таким образом, роль бюджета состоит не только в осуществлении функции текущего планирования, но и в осуществлении других функций, обеспечивающих ритмичность производственного процесса: оценка, координация, коммуникация мотивация и др.

- Генеральный бюджет представляет собой систему взаимосвязанных операционных и финансовых бюджетов. Процесс построения бюджетов в долго- и краткосрочной перспективе называется бюджетированием. Бюджетирование основывается на целях стратегического характера, кроме этого используются целевые установки по ресурсному обеспечению производственной деятельности (объем продаж, целевые остатки сырья, тарифы, накладные расходы и др.).

- В операционных бюджетах с помощью системы натуральных и стоимостных показателей отражаются программы сбыта, снабжения,

собственно производства, логистики (т.е. организации складского хозяйства и транспортных потоков), научно-исследовательских и конструкторских разработок (НИОКР), управления персоналом и др. Выделяют следующие виды операционных бюджетов: бюджет продаж, бюджет производства, бюджет прямых затрат сырья и материалов, бюджет прямых затрат труда, бюджет переменных накладных расходов, бюджет запасов сырья и готовой продукции, бюджет управленческих и коммерческих расходов, бюджет себестоимости реализованной продукции.

- К финансовым бюджетам относятся бюджет доходов и расходов (прогнозный отчет о прибылях и убытках), бюджет формирования и распределения финансовых ресурсов (прогнозный баланс) и бюджет денежных средств (прогнозный отчет о движении денежных средств).

- Безусловно, не все бюджеты входят в компетенцию финансового менеджера, однако он должен понимать содержание каждого из них и их взаимосвязку. Кроме того, в ходе составления операционных бюджетов с необходимостью выполняются прогнозные расчеты финансового характера, результаты которых служат основой для построения прогнозной финансовой отчетности, являющейся основным результатом текущего финансового планирования.

- Известны два типа финансовых планов: долгосрочный и краткосрочный, основное целевое назначение первого - определение допустимых с позиции финансовой устойчивости темпов расширения фирмы; цель второго - обеспечение постоянной платежеспособности фирмы. Чаще всего долгосрочное планирование осуществляется в рамках составления так называемого бизнес-плана, а краткосрочное - в рамках бюджетирования текущей деятельности.

- Бизнес-план - документ, отражающий в концентрированной форме ключевые показатели, обосновывающие целесообразность некоторого проекта, четко и наглядно раскрывающий суть предполагаемого нового направления деятельности фирмы. В зависимости от масштаба и значимости

вопросов, затронутых в конкретном бизнес-плане, его можно трактовать и как стратегический план развития компании, и как лишь отдельный элемент более широкого плана действий. Подобные планы нужны прежде всего для обоснования некоторого нового направления развития, т.е. нередко они носят разовый, а не регулярный характер.

- С позиции теории управления бизнес-план выполняет четыре функции. Первая функция связана с возможностью использования его для формирования концепции развития, т.е. стратегии бизнеса. Данная функция крайне необходима в период создания фирмы, а также при разработке принципиально новых направлений деятельности. Вторая функция - собственно планирование. Она служит для экономической оценки выбранного направления деятельности и идентификации ключевых ориентиров, а в случае реализации бизнес-плана - для контроля его выполнения. Третья функция - привлечение займов и кредитов. Для того чтобы застраховать себя от вполне возможного невозврата предоставляемых кредитов, банки, как правило, требуют - и их требования следует признать обоснованными - не только гарантий и реального залога, но и тщательно проработанной концепции, стратегии бизнеса. Четвертая функция -рекламно-пропагандистская. Она необходима для привлечения к новому делу потенциальных партнеров, которые могут вложить в научаемый проект собственный капитал или содействовать мобилизации иных источников.

- В зависимости от целевой установки, в соответствии с которой разрабатывается бизнес-план, сущности проекта, для реализации которого готовится план, этот документ может быть достаточно объемным и сложным по структуре. Однако в любом случае бизнес-план содержит специальный финансовый раздел, основное предназначение которого состоит в определении размера и сроков инвестиций, необходимых для реализации бизнес-плана; в расчете планируемых показателей выручки, затрат и прибыли по годам (кварталам); в оценке рентабельности обосновываемого бизнес-планом проекта; в построении прогнозной отчетности.

- В процессе долгосрочного финансового планирования: (а) идентифицируются финансовые цели и ориентиры фирмы; (б) устанавливается степень соответствия этих целей текущему финансовому состоянию фирмы; (в) формулируется последовательность действий по достижению поставленных целей.
- Одним из ключевых подразделов финансового раздела бизнес-плана является описание стратегии финансирования планируемого бизнеса (проекта). Этот подраздел должен дать ответы на следующие вопросы: а) сколько средств необходимо для реализации бизнес-плана; б) каковы источники (в том числе, альтернативные), формы и динамика финансирования; в) каковы сроки окупаемости вложений.
- Выделяют следующие этапы процесса краткосрочного финансового планирования: а) анализ финансового положения компании; б) составление прогнозных смет и бюджетов; в) определение общей потребности компании в финансовых ресурсах; г) прогнозирование структуры источников финансирования; д) создание и поддержание действенной системы контроля и управления; е) разработка процедуры внесения изменений в систему планов.
- С позиции практики рекомендуется готовить несколько вариантов финансового плана: пессимистический, наиболее вероятный и оптимистический.
- При подготовке плана нужно учитывать: (а) наличие ограничений, с которыми сталкивается предприятие (требования по охране окружающей среды; требования рынка по объему, структуре и качеству продукции; технические, технологические и кадровые особенности данного предприятия); (б) дисциплинирующую роль плана для работы финансового менеджера; (в) условность планов в силу естественной неопределенности развития экономической ситуации в глобальном и локальном масштабах.
- В наиболее общем виде финансовый план представляет собой документ, содержащий, независимо от горизонта планирования, следующие разделы:

1. Инвестиционная политика

Политика финансирования основных средств.

Политика финансирования нематериальных активов.

Политика в отношении долгосрочных финансовых вложений.

2. Управление оборотным капиталом.

Управление денежными средствами и их эквивалентами.

Финансирование производственных запасов.

Политика в отношениях с контрагентами и управление дебиторской задолженностью.

3. Дивидендная политика.

4. Финансовые прогнозы.

Характеристика финансовых условий.

Доходы фирмы.

Расходы фирмы.

Прогнозная финансовая отчетность.

Бюджет денежных средств.

Общая потребность в капитале.

Потребность во внешнем финансировании.

5. Учетная политика.

6. Система управленческого контроля.

- Как известно, любой бюджет состоит из двух частей - доходы и расходы. Поскольку в расходной части бюджета немаловажную роль играют налоговые платежи, одной из важнейших составных частей процесса подготовки финансового плана является налоговое планирование. Финансовый менеджер, безусловно, должен иметь общие представления об основах налогового права, системе налогов, последовательности их взимания, взаимосвязи отдельных видов налогов, налоговых базах, методах оптимизации налоговой политики.
- Важную роль в планировании играют различные прогнозы и ориентиры в отношении объема реализации, себестоимости продукции в целом и по

важнейшим статьям, потребности в источниках финансирования, величины денежных потоков и т.п. Прогнозирование как один из методов управления не должно сводиться лишь к расчету ориентиров для критериев, имеющих количественное измерение; оно понимается в более широком аспекте, в частности и как метод выявления оптимальных вариантов действий. В этом смысле прогнозирование тесно связано с перспективным анализом, поскольку окончательный вариант действий выбирается после рассмотрения и сравнительного анализа различных вариантов, в том числе и альтернативного характера.

- С позиции степени формализации счетных процедур методы анализа и прогнозирования финансовых показателей подразделяются на две большие группы: а) неформализованные методы анализа и прогнозирования - методы, основанные на описании аналитических процедур на логическом уровне, а не на строгих аналитических зависимостях; б) формализованные методы анализа и прогнозирования - методы, в основе которых лежат достаточно строгие формализованные алгоритмы. В последнем случае широко используются различные модели, в частности дескриптивные, нормативные и предикативные.

- В анализе и прогнозировании существенную роль играет детерминированный факторный анализ, который может выполняться с помощью двух типов моделей: жестко детерминированных и стохастических.

- Для прогнозирования потребности во внешних источниках финансирования можно использовать балансовые модели. При этом с помощью формализованных алгоритмов может быть выявлен приемлемый темп роста объемов производства.

- Из множества подходов к прогнозированию наибольшее распространение на практике получили три, в основе которых: методы экспертных оценок; методы обработки пространственных, временных и пространственно-временных совокупностей; методы ситуационного анализа и прогнозирования.

- Методы экспертного прогнозирования существенно варьируют по сложности. Они могут применяться в самом простейшем виде, например, для установления некоторых прогнозов и планов на интуитивном уровне. Известны и гораздо более сложные варианты, предусматривающие многоступенчатый опрос экспертов по специальным схемам и обработку полученных результатов с помощью научного инструментария экономической статистики. Эти методы применяются не только для прогнозирования значений показателей, но и в аналитической работе, например, для разработки весовых коэффициентов, пороговых значений контролируемых показателей и т.п.
- Методы обработки временных, пространственных и пространственно-временных совокупностей занимают ведущее место с позиции формализованного прогнозирования и существенно варьируют по сложности используемых алгоритмов. Эти методы описаны в курсах экономической статистики. В финансовом менеджменте достаточно широко используется регрессионный анализ.
- В основе методов ситуационного анализа и прогнозирования лежат модели, предназначенные для изучения функциональных, или жестко детерминированных, связей, когда каждому значению факторного признака соответствует вполне определенное неслучайное значение результативного признака. Эти методы, призванные отвечать на вопрос *“что будет, если ...”*, реализуются в рамках имитационного моделирования, когда аналитик варьирует значениями ряда факторов и находит прогнозное значение результативных факторов (прямая задача) или по заданным значениям результативных показателей пытается найти приемлемые ориентиры для факторных признаков, поддающихся контролю и управлению (обратная задача). Наибольшее распространение среди методов ситуационного анализа и прогнозирования получили: метод построения дерева решений и метод прогнозирования на основе процентного изменения продаж.
- Метод построения дерева решений представляет собой некоторую

алгоритмизацию действий по принятию целевого решения в условиях риска. Метод основывается на вероятностном подходе, предполагающем прогнозирование возможных исходов в случае принятия тех или иных промежуточных решений и присвоение им вероятностей.

- Метод прогнозирования на основе процентного изменения продаж основан на предположении, что (а) значения большинства статей баланса и отчета о прибылях и убытках изменяются прямо пропорционально объему реализации и (б) сложившиеся на предприятии уровни пропорционально меняющихся балансовых статей и соотношения между ними оптимальны.
- Формализованные модели финансового планирования подвергаются критике по двум основным моментам: (а) в ходе моделирования могут быть разработаны несколько вариантов планов, причем формализованными критериями невозможно определить, какой из них лучше; (б) любая финансовая модель лишь упрощенно выражает взаимосвязи между экономическими показателями, поскольку невозможно однозначно идентифицировать факторы, определяющие значение моделируемого признака.
- Особо подчеркнем, что помимо владения формализованными методами и моделями анализа, прогнозирования и управления финансовыми активами, обязательствами, операциями финансовый менеджер должен активно использовать субъективные оценки, качественные критерии, не бояться делать выбор в условиях многовариантных расчетов, когда успех операции вовсе не гарантирован. Перефразируя известное высказывание У. Черчилля, можно сказать, что талант финансового менеджера (аналитика) состоит в том числе и в умении предсказать, что произойдет на следующий день, на следующей неделе, на следующий год, а затем объяснить, почему этого все-таки не произошло.

6. КАТЕГОРИИ РИСКА И ЛЕВЕРИДЖА, ИХ ВЗАИМОСВЯЗЬ

Обзор ключевых категорий и положений

- Одним из важнейших условий достижения стратегических целей, стоящих перед любой коммерческой организацией, является обеспечение стабильно прибыльной ее работы. Очевидно, что при прочих равных условиях сокращение затрат (расходов) приводит к увеличению суммы прибыли. Управление затратами с позиции их оптимизации является важной стороной деятельности линейных руководителей. В рамках систем управленческого учета и контроля выделяют различные виды затрат, существенные для повышения рентабельности финансово-хозяйственной деятельности компании; что касается системы финансового менеджмента, то два вида затрат - постоянные, или условно-постоянные, расходы (например, арендная плата, амортизация, страховка и др.) и финансовые расходы (проценты к уплате за пользование заемными средствами) - играют особую роль, в частности, они учитываются при характеристике рисковости финансово-хозяйственной деятельности компании.
- Деятельность любой компании сопряжена с риском, в частности, производственным и финансовым, которые принимаются во внимание в зависимости от того, с какой позиции характеризуется компания. Как легко видеть из баланса, эта характеристика может быть выполнена либо с позиции активов, которыми владеет и распоряжается предприятие, либо с позиции источников средств. В первом случае возникает понятие производственного риска, во втором - финансового риска.
- Производственный (или бизнес) риск - это риск, в большей степени обусловленный отраслевыми особенностями бизнеса, т.е. структурой активов, в которые фирма решила вложить свой капитал. Один и тот же капитал можно использовать для производства как ультрамодной одежды, так и продуктов питания; очевидно, что степень риска производственной деятельности в этих случаях принципиально различна. Риск, обусловленный структурой источников, называется финансовым; в данном случае речь идет

уже не о рисковости выбора вложения капитала в те или иные активы, а о рисковости политики в отношении целесообразности привлечения тех или иных источников финансирования деятельности компании. В обоих случаях логика рассуждений достаточно очевидна, а речь, естественно, идет об оценках стратегического характера.

- Количественная оценка риска и факторов, его обусловивших, может быть выполнена различными способами; в частности, один из достаточно распространенных способов базируется на оценке и анализе вариабельности прибыли. Показатели прибыли компании зависят от многих факторов. В финансовом менеджменте принято выделять зависимость прибыли от величины постоянных расходов, обусловленных имеющейся материально-технической базой (оценка производственного риска), и зависимость прибыли от расходов, связанных со структурой источников (оценка финансового риска). Отметим, что для оценки используют различные показатели прибыли.

- В терминах финансов взаимосвязь между прибылью и стоимостной оценкой затрат активов или фондов, понесенных для получения данной прибыли, характеризуется с помощью показателя “леверидж” (leverage).

- Производственный риск связан с понятием операционного, или производственного, левериджа, а финансовый - с понятием финансового левериджа.

- Известны три основные меры операционного левериджа:

- а) доля постоянных производственных расходов в общей сумме расходов, или, что равносильно, соотношение постоянных и переменных расходов;

- б) отношение темпа изменения прибыли до вычета процентов и налогов к темпу изменения объема реализации в натуральных единицах;

- в) отношение чистой прибыли к постоянным производственным расходам.

- Первые два из перечисленных показателей в виду их весьма наглядной интерпретации получили особо широкое распространение в анализе. Если доля постоянных расходов велика, говорят, что компания имеет высокий

уровень операционного лeverиджа и соответственно высокий уровень производственного риска. Иными словами, повышение в динамике уровня операционного лeverиджа свидетельствует об увеличении производственного риска компании.

- Что касается второго показателя, то его интерпретация такова: уровень операционного лeverиджа может пониматься как коэффициент пропорциональности в прямо пропорциональной зависимости между прибылью до вычета процентов и налогов и объемом производства. Поэтому для предприятия с высоким уровнем операционного лeverиджа даже незначительное изменение объема производства может привести к существенному изменению прибыли до вычета процентов и налогов.

- Из приведенных определений видно, что более высокое значение уровня операционного лeverиджа обычно характерно для компаний с относительно более высоким уровнем технической оснащенности. Таким образом, любое серьезное улучшение материально-технической базы в сторону увеличения доли внеоборотных активов сопровождается повышением уровня операционного лeverиджа и производственного риска. Логика здесь очевидна - новые вложения в долгосрочные активы надо окупать, но если инвестиционная политика была ошибочна, то понесенные расходы не будут возмещены.

- Отмеченная важность показателя постоянных расходов привела к разработке методов контроля за их уровнем. Один из наиболее известных - метод расчета критического объема продаж. Смысл его состоит в том, чтобы рассчитать, при каких объемах производства в натуральных единицах маржинальная прибыль (т.е. разница между выручкой от реализации и переменными расходами нефинансового характера или прямыми переменными расходами) будет равна сумме условно постоянных расходов. Этот метод позволяет найти минимальный объем производства, который необходим для покрытия условно постоянных расходов, т.е. расходов, не зависящих от объемов выпуска продукции.

- Среди показателей оценки уровня финансового левериджа наибольшую известность получили два: соотношение заемного и собственного капитала и отношение темпа изменения чистой прибыли к темпу изменения прибыли до вычета процентов и налогов.
- Логика формирования первого показателя такова. Как будет подробно рассмотрено в гл. 13, практически любой источник средств является платным, причем источники заемных средств (заемный капитал) имеют одну неприятную особенность: хотя их стоимость обычно ниже по сравнению со стоимостью источников собственных средств, однако плата за пользование ими является обязательной вне зависимости от того, работает компания прибыльно или убыточно. Дополнительное привлечение заемного капитала, как правило, характеризуется повышением уровня финансового левериджа, т.е. увеличением финансового риска деятельности данной компании и повышением требуемой акционерами нормы прибыли.
- Логика использования второго показателя оценки уровня финансового левериджа такова. Если вспомнить структуру отчета о прибылях и убытках, легко заметить, что проценты к уплате, которые как раз и являются платой за возможность привлечения заемного капитала, занимают промежуточное положение между прибылью до вычета процентов и налогов и чистой прибылью. Поэтому чем выше уровень финансового левериджа, т.е. больше и величина процентов к уплате, тем меньше сумма чистой прибыли. Иными словами, повышение уровня финансового левериджа приводит к большей финансовой нестабильности, выражающейся в определенной непредсказуемости величины чистой прибыли.
- Легко заметить, что если финансовый леверидж является фактором изменения чистой прибыли, то операционный леверидж влияет на изменение как прибыли до вычета процентов и налогов, так и чистой прибыли. Идентификация некоторого фактора имеет смысл только в том случае, если он хотя бы частично поддается управлению. Бесспорным является утверждение о том, что уровнями обоих видов левериджа можно управлять.

Суждение о результативности управления этими факторами как раз и делается по данным изменения прибыли. Для того чтобы хотя бы отчасти элиминировать перекрестное влияние обоих видов левеиджа и принято в известном смысле условное правило, согласно которому операционный левеидж увязывается с прибылью до вычета процентов и налогов, а финансовый — с чистой прибылью.

- Компания, имеющая значительную долю заемного капитала в общей сумме источников, называется компанией с высоким уровнем финансового левеиджа, или финансово зависимой компанией (*highly levered company*); компания, финансирующая свою деятельность только за счет собственных средств, называется финансово независимой (*unlevered company*).

7. ОСНОВЫ ФИНАНСОВОЙ МАТЕМАТИКИ

Обзор ключевых категорий и положений

- Денежные ресурсы, участвующие в финансовой операции имеют временную ценность, смысл которой может быть выражен следующей сентенцией: одна денежная единица, имеющаяся в распоряжении инвестора в данный момент времени, более предпочтительна, чем та же самая денежная единица, но ожидаемая к получению в некотором будущем. В принципе возможны отклонения от сформулированного правила, однако они носят достаточно абстрактный характер (в качестве примера можно привести ситуацию, когда доступная процентная ставка равна нулю).
- Эффективность любой финансовой операции, предполагающей наращение исходной суммы PV до ожидаемой в будущем к получению суммы FV ($PV \rightarrow FV$), может быть охарактеризована ставкой.
- Процентная ставка рассчитывается отношением наращения ($FV - PV$) к исходной (базовой) величине PV . Учетная ставка рассчитывается отношением наращения ($FV - PV$) к ожидаемой в будущем к получению, или наращенной, величине FV .
- Процесс, в котором заданы исходная сумма и ставка (процентная или учетная), в финансовых вычислениях называется процессом наращения, искомая величина - наращенной суммой, а используемая в операции ставка - ставкой наращения. В данном случае речь идет о движении денежного потока от настоящего к будущему.
- Процесс, в котором заданы ожидаемая в будущем к получению (возвращаемая) сумма и ставка, называется процессом дисконтирования, искомая величина — приведенной суммой, а используемая в операции ставка - ставкой дисконтирования. В данном случае речь идет о движении от будущего к настоящему.
- В финансовом менеджменте понятие приведенной стоимости является одним из ключевых. В силу неустоявшейся терминологии в отечественной литературе можно встретиться и с другими названиями этой величины;

например, весьма распространен термин “сегодняшняя стоимость”. Отметим также, что и этот, и некоторые другие термины, используемые в профессиональной литературе, не следует понимать буквально; в частности, “сегодняшняя стоимость” вовсе не означает, что речь идет о стоимости “сегодня”, в данный момент времени; этим термином обозначена дисконтированная величина некоторой денежной суммы, ожидаемой к получению в будущем, причем дисконтирование может выполняться на *любой* момент представляющий интерес для аналитика.

- В финансовых операциях в качестве ставки (коэффициента) дисконтирования может использоваться либо процентная ставка (математическое дисконтирование), либо учетная ставка (банковское дисконтирование).
- Известны две основные схемы начисления процентов. Схема простых процентов предполагает неизменность базы, с которой происходит начисление. Схема сложных процентов предполагает их капитализацию, т.е. база, с которой происходит начисление, постоянно возрастает на величину начисленных ранее процентов. Очевидно, что более частое начисление сложных процентов обеспечивает более быстрый рост наращиваемой суммы.
- Схема простых процентов более выгодна при проведении операций краткосрочного характера ($n < 1$), а схема сложных процентов - при проведении операций долгосрочного характера ($n > 1$), где n - число начислений процентов.
- В финансовых вычислениях базовым периодом является год, поэтому обычно говорят о годовой ставке. Вместе с тем достаточно широко распространены краткосрочные операции продолжительностью до года. В этом случае за основу берется дневная ставка, причем в зависимости от алгоритмов расчета дневной ставки и продолжительности финансовой операции результаты наращивания будут различными. Используются три варианта расчета: а) точный процент и точное число дней финансовой операции; б) обыкновенный процент и точное число дней финансовой

операции; в) обыкновенный процент и приблизительное число дней финансовой операции.

- Точный процент исчисляется исходя из точного числа дней (365 или 366), а обыкновенный - исходя из приближенного числа дней в году (360). Точное число дней финансовой операции определяется прямым подсчетом, а приблизительное - исходя из предложения, что в месяце 30 дней.
- При начислении процентов за дробное число лет более эффективна смешанная схема, предусматривающая начисление сложных процентов за целое число лет и простых процентов за дробную часть года.
- Ни одна из схем начисления процентов не является универсальной и пригодной на все случаи жизни, т.е. нельзя определенно однозначно отдавать приоритет той или иной схеме - все зависит от конкретных обстоятельств.
- Любая финансовая операция предусматривает участие, как минимум, двух сторон: кредитора (инвестора) и заемщика (получателя финансовых ресурсов); это обстоятельство является существенным для вынесения суждения об эффективности некоторой операции. Так, экономическая интерпретация ставки вообще и ее значения в частности зависит от того, с чьих позиций - кредитора или заемщика - она дается. Для кредитора ставка характеризует его относительный доход; для заемщика - его относительные расходы. Поэтому кредитор всегда заинтересован в высокой ставке или в повышении ставки интересы заемщика - прямо противоположны.
- Эффективная процентная ставка позволяет сравнивать финансовые операции с различной частотой начисления и неодинаковыми процентными ставками. Именно эта ставка характеризует реальную эффективность операции, однако во многих финансовых контрактах речь чаще всего идет о номинальной ставке, которая в большинстве случаев отличается от эффективной.
- Меняя частоту начисления процентов или вид ставки, можно существенно влиять на эффективность операции. В частности, оговоренная в контракте ставка в r % может при определенных условиях вовсе не отражать истинный

относительный доход (относительные расходы). Например, 60% годовых при условии ежедневного начисления процентов соответствуют на самом деле 82,1%, начисляемых ежегодно. Отмеченная особенность исключительно значима в условиях высоких номинальных ставок. При составлении финансовых договоров данный прием нередко используется для вуалирования истинных расходов. Поэтому, заключая контракт, целесообразно уточнить, о какой ставке (процентной, учетной, эффективной и др.) идет речь или, по крайней мере, отдавать себе отчет в этом.

- В финансовых вычислениях разработаны несложные алгоритмы, позволяющие в некоторых ситуациях получить быструю и наглядную оценку эффективности финансовой операции. Суть одного из таких алгоритмов, известного как правило 72-х, заключается в следующем. Для небольших значений процентной ставки r частное от деления семидесяти двух на r (ставка берется в процентах) показывает число периодов, за которое исходная сумма удвоится при наращении ее по этой ставке с использованием формулы сложных процентов.
- Проводя количественное обоснование той или иной финансовой операции, необходимо контролировать соответствие процентов ставки и продолжительности базисного периода.
- Необходимо отдавать себе отчет в том, в каких единицах (процент или доля единицы) следует включать в расчет данные о процентных ставках.
- Как уже отмечалось, одним из ключевых понятий в финансовом менеджменте является понятие денежного потока как совокупности притоков и/или оттоков денежных средств, имеющих место через равные временные интервалы.
- Денежный поток, срок действия которого ограничен, называется срочным; если притоки (оттоки) осуществляются неопределенно долго, денежный поток называется бессрочным.
- Если притоки (оттоки) осуществляются в начале периодов, денежный поток носит название пренумерандо, если в конце периодов - постнумерандо.

- При анализе денежных потоков в большинстве случаев его элементы не могут быть просуммированы непосредственно - должна быть учтена временная компонента.
- Начало денежного потока и момент, на который делается оценка, или к которому приводится денежный поток (потоки), могут не совпадать. Денежные потоки в сравнительном анализе в принципе можно приводить к любому моменту времени, однако, как правило, выбирается либо начало, либо конец периода действия одного из денежных потоков.
- Известны две задачи оценки денежного потока с учетом фактора времени: прямая и обратная. Первая задача позволяет оценить будущую стоимость денежного потока; для понимания экономической сущности этой задачи ее легче всего увязывать с процессом накопления денег в банке и оценкой величины наращенной суммы. Вторая задача позволяет оценить приведенную стоимость денежного потока; наиболее наглядная ситуация в этом случае - оценка текущей стоимости ценной бумаги, владение которой дает возможность в будущем получать некоторые платежи.
- Таким образом, на примере денежного потока постнумерандо P_1, P_2, \dots, P_n можно дать следующую экономическую интерпретацию его будущей (FV) и приведенной (PV) стоимости. FV показывает, какая сумма будет на счете в банке при заданной процентной ставке r , если инвестор в конце очередного базисного периода будет добавлять на счет в банк взнос в сумме P_k , где $1 \leq k \leq n$. PV можно трактовать как сумму, которую следует вложить в банк (или в некоторую ценную бумагу) в начале финансовой операции, т.е. в момент времени 0, чтобы при заданной процентной ставке r обеспечить себе возможность снятия со счета (или получения дохода по приобретенной ценной бумаге) в конце очередного k -го периода суммы P_k .
- Приведенная стоимость единичного платежа или денежного потока является ключевым показателем при принятии многих решений финансового характера, например, при оценке финансовых активов и оценке инвестиционных проектов.

- Аннуитет представляет собой частный случай денежного потока. Известны два подхода к его определению. Согласно первому подходу аннуитет - однонаправленный денежный поток, элементы которого имеют место через равные временные интервалы. Второй подход накладывает дополнительное ограничение, а именно, элементы денежного потока одинаковы по величине.

- Ускоренные методы оценки денежных потоков основаны на применении мультиплицирующих и дисконтирующих множителей, которые табулированы в специальных финансовых таблицах. Таблицы инвариантны по отношению к виду потока - постнумерандо или пренумерандо; оценки для потока пренумерандо отличаются от соответствующих оценок для потока постнумерандо на величину множителя $(1 + r)$, где r - ставка в долях единицы.

- При оценке аннуитетов в случае несовпадения моментов начисления процентов и поступления аннуитетных платежей целесообразно выровнять продолжительность периода начисления процентов и периода поступления платежа; при этом для понимания логики процентных начислений можно, например, руководствоваться следующими правилами:

если элементы денежного потока поступают более часто по сравнению с начислением процентов, рекомендуется исходный поток привести к условному потоку, в котором момент поступления очередного платежа будет совпадать с моментом начисления процентов в исходном потоке (иными словами, необходимо промежуточные платежи в рамках одного интервала между смежными моментами начисления процентов свести к очередному моменту начисления процентов) и далее воспользоваться стандартными формулами оценки аннуитета;

если проценты начисляются более часто по сравнению с поступлением аннуитетных платежей, можно воспользоваться формулами оценки аннуитета, в которых номинальная процентная ставка заменена на соответствующую эффективную ставку.

- В финансовой математике разработаны универсальные формулы, позволяющие делать расчеты при указанных выше несовпадениях моментов

поступления аннуитетных платежей и начисления процентов.

8. МЕТОДЫ ОЦЕНКИ ФИНАНСОВЫХ АКТИВОВ

Обзор ключевых категорий и положений

- С операциями по финансовым активам сталкивается практически любой предприниматель. Крупные компании находят на рынке капитала дополнительные источники финансирования, рыночные индикаторы дают достаточно объективную оценку текущего и, главное, ожидаемого финансового положения эмитентов, в подавляющем большинстве компании прибегают к операциям с ценными бумагами в целях хеджирования, спекулирования и др. Поэтому знание основных рыночных индикаторов и алгоритмов их расчета является обязательным для любого бизнесмена, финансового менеджера, аналитика.
- Финансовый актив, как и любой товар, продающийся на рынке, имеет несколько характеристик, определяющих целесообразность операций купли/продажи с этим специфическим товаром. В отличие от обычных потребительских товаров финансовые активы приобретаются не с целью их фактического потребления, а с намерением в дальнейшем получить либо регулярный доход, генерируемый данным активом (например, проценты, дивиденды), либо спекулятивный доход (доход от операций купли/продажи). Поэтому наибольший интерес представляют такие характеристики финансового актива, как стоимость, цена, доходность, риск.
- Стоимость представляет собой денежную оценку ценности данного актива. В специальной литературе нередко выделяют четыре стоимостные характеристики: ценность, стоимость, цена, себестоимость. Не вдаваясь в терминологические тонкости, отметим, что в данной книге мы не будем различать термины “стоимость” и “Ценность”, а для характеристики стоимостной оценки актива будем использовать термин “стоимость”. Делая такой выбор, мы исходили, во-первых, из существенно большей распространенности этого термина в профессиональной отечественной литературе и, во-вторых, из очевидной неоднозначности трактовки термина “ценность”, которая нередко в большей степени зависит от качественных,

нежели количественных интерпретаций.

- Стоимость (ценность) не является абсолютно однозначной характеристикой; приведем следующий пример: некая раритетная вещь, продающаяся на рынке, может, с одной стороны, иметь исключительно высокую ценность для коллекционера, а, с другой стороны, не представлять никакого интереса для обычного посетителя рынка. Поэтому любой товар, в том числе и финансовый актив, может иметь несколько оценок стоимости.

- Цена - это некоторая денежная оценка актива, по которой его можно купить (продать) в данный момент.

- Можно сформулировать несколько условных правил, позволяющих провести определенное различие между ценой и стоимостью финансового актива:

- а) стоимость - расчетный показатель, а цена - декларированный т.е. объявленный, который можно видеть в прейскурантах, ценниках, котировках;

- б) в любой конкретный момент цена однозначна, а стоимость многозначна, при этом число оценок стоимости зависит от числа профессиональных участников рынка и формы эффективности рынка;

- в) с известной долей условности можно утверждать, что стоимость первична, а цена вторична, поскольку в условиях равновесного рынка цена, во-первых, количественно выражает внутренне присущую активу стоимость и, во-вторых, стихийно устанавливается как среднее из оценок стоимости, рассчитываемых инвесторами.

- Из приведенных рассуждений видно, каким образом могут осуществляться операции купли/продажи финансовых активов: потенциальный покупатель некоторым образом рассчитывает стоимость актива и сравнивает ее с декларированной ценой. Если стоимость ниже цены, то, с позиции конкретного инвестора, данный актив продается в настоящий момент по завышенной цене, поэтому инвестору нет смысла приобретать его на рынке. Если стоимость выше цены, имеем обратное - цена актива занижена, есть

смысл его купить. Если стоимость и цена совпадают, можно говорить о равновесном рынке в отношении данного актива.

- Цена и стоимость являются абсолютными характеристиками финансового актива; доходность, или норма прибыли, представляет собой относительную характеристику, позволяющую делать суждения об экономической целесообразности операций с данным активом при условии множественности подобных активов или альтернативности вариантов инвестирования. Существует несколько показателей доходности, алгоритмы расчета которых будут рассмотрены ниже.

- Любые операции с финансовыми активами - рискованы по природе, поэтому каждому активу свойственна своя степень риска. Меры риска будут рассмотрены в следующем разделе.

- Таким образом, одним из ключевых моментов работы на рынке ценных бумаг является умение рассчитывать их стоимости (теоретические). При допущении ряда предпосылок в теории финансов разработаны формализованные методы оценки стоимости финансовых активов. Известны три основные теории оценки: фундаменталистская, технократическая и теория “ходьбы наугад”.

- Фундаменталисты считают, что любая ценная бумага имеет внутренне присущую ей ценность, которая может быть количественно оценена как дисконтированная стоимость будущих поступлений, генерируемых этой бумагой, т.е. нужно двигаться от будущего к настоящему. Все дело лишь в том, насколько точно удастся предсказать эти поступления, а это можно сделать, анализируя общую ситуацию на рынке, инвестиционную и дивидендную политику компании, инвестиционные возможности и т.п. Данный подход к анализу на фондовом рынке известен как “фундаментальный анализ”.

- Технократы, напротив, предлагают двигаться от прошлого к настоящему и утверждают, что для определения текущей внутренней стоимости конкретной ценной бумаги достаточно знать лишь динамику ее цены в

прошлом. Используя статистику цен, а также данные о котировках цен и объемах торгов, они предлагают строить различные долго- средне- и краткосрочные тренды и на их основе определять, соответствует ли текущая цена актива его внутренней стоимости. В систематизированном виде эти подходы изложены в рамках так называемого “технического анализа”.

- Последователи теории “ходьбы наугад” считают, что текущие цены финансовых активов гибко отражают всю релевантную информацию, в том числе и относительно будущего ценных бумаг. Они исходят из предположения, что в условиях эффективного рынка текущая цена всегда вбирает в себя всю необходимую информацию, которую, следовательно, и не нужно искать дополнительно. Таким образом, любая информация то ли статистического, то ли прогнозного характера не может привести к получению обоснованной оценки. Иными словами, расчеты, основанные на подобной информации, не могут дать надежной оценки стоимости, поэтому они практически бессмысленны.

- Фундаменталистская теория является наиболее распространенной; суть ее базовой модели, предложенной Дж. Уильямсом в 1938 г., состоит в том, что в качестве оценки теоретической стоимости актива предлагается использовать приведенную (дисконтированную) стоимость ожидаемых денежных поступлений. Эта оценка зависит от трех параметров: ожидаемые денежные поступления, горизонт прогнозирования и норма прибыли.

- С позиции финансирования деятельности компании среди множества ценных бумаг, обращающихся на рынке, особую значимость имеют долговые ценные бумаги (облигации) и долевые ценные бумаги (акции).

- Облигация - долгосрочное долговое обязательство, выпущенное государственным органом или фирмой. Облигация не дает права ее владельцу на управление предприятием и долю в чистых активах, однако ее преимуществом является наличие приоритетного права на получение процентов до начисления дивидендов. Облигация имеет несколько стоимостных характеристик: нарицательная стоимость, конверсионная

стоимость, внутренняя (теоретическая) стоимость, выкупная цена, рыночная цена.

- нарицательная, или номинальная, стоимость - сумма, на которую может быть обменена облигация в момент ее погашения по истечении срока действия облигационного займа. Эта сумма напечатана на бланке облигации и используется чаще всего в качестве базы для начисления процентов.
- Нередко для повышения привлекательности облигационного займа проспектом эмиссии может предусматриваться возможность конвертации облигаций в обыкновенные акции фирмы-эмитента. Конверсионная стоимость - совокупная стоимостная текущая оценка актива (активов), на который может быть обменена облигация.
- Внутренняя (теоретическая) стоимость - стоимость облигации, рассчитанная исходя из ожидаемых доходов и приемлемой нормы прибыли. Чаще всего ожидаемые доходы известны (проценты и нарицательная стоимость), а приемлемая норма прибыли варьирует в зависимости от состояния рынка ценных бумаг, а также текущего и перспективного финансового положения эмитента.
- Выкупная цена (синонимы: цена досрочного погашения, отзывная цена) - это цена, по которой производится выкуп облигации эмитентом по истечении срока облигационного займа или до этого момента, если такая возможность предусмотрена условиями займа.
- Рыночная (курсовая) цена - цена, по которой облигация продается на рынке в данный момент времени; она переменчива и определяется конъюнктурой рынка. Значение рыночной цены облигации в процентах к номиналу называется курсом облигации.
- Существуют различные виды облигаций, однако с позиции оценки стоимости важным является их подразделение на два вида: с правом и без права отзыва с рынка (досрочного погашения).
- В основе оценки облигаций заложены алгоритмы оценки аннуитетов. Собственно оценка зависит от следующих параметров: нарицательная

стоимость, купонный доход (купонная ставка), количество базисных периодов до погашения облигации, приемлемая норма прибыли, наличие условия о возможности досрочного погашения. При заданном наборе параметров облигация без права досрочного погашения имеет одну оценку стоимости, облигация с правом досрочного погашения имеет две оценки стоимости, поскольку инвестор может предполагать, что досрочное погашение: а) маловероятно и б) весьма вероятно.

- Как и облигации, акции имеют несколько стоимостных характеристик: номинальная стоимость, эмиссионная цена, балансовая стоимость, ликвидационная стоимость, конверсионная стоимость, внутренняя (теоретическая) стоимость, выкупная цена, курсовая (текущая рыночная) цена.

- Номинальная стоимость акции - это стоимость, указанная на бланке акции. В отличие от облигации, для которой номинальная стоимость имеет существенное значение, поскольку проценты по облигациям устанавливаются по отношению к номиналу независимо от курсовой цены, для акции этот показатель практически не имеет значения и несет лишь информационную нагрузку, характеризуя долю уставного капитала, которая приходилась на одну акцию в момент учреждения компании.

- Эмиссионная цена представляет собой цену, по которой акция эмитируется, т.е. продается на первичном рынке. Эта цена может отличаться от номинальной стоимости, поскольку чаще всего размещение акций производится через посредническую фирму, являющуюся профессиональным участником фондового рынка, которая и устанавливает эмиссионную цену.

- Балансовая стоимость акции представляет собой часть балансовой стоимости “чистых” активов (общая стоимость активов по балансу за минусом задолженности кредиторам), приходящаяся на одну акцию.

- Ликвидационная стоимость акции может быть определена лишь в момент ликвидации общества. Она показывает, какая часть стоимости активов по

ценам возможной реализации, оставшаяся после расчетов с кредиторами, приходится на одну акцию. Поскольку учетные цены активов могут значительно отличаться от их рыночных цен в зависимости от инфляции и конъюнктуры рынка, ликвидационная стоимость не равна балансовой.

- Формализованные алгоритмы расчета внутренней стоимости обыкновенных акций разработаны для трех случаев: а) дивиденды не меняются; б) дивиденды возрастают с постоянным темпом прироста; в) дивиденды возрастают с изменяющимся темпом прироста.

- В случае с постоянно возрастающими дивидендами для оценки обыкновенных акций применяется модель Гордона. Стоимость акции, найденная с помощью этой модели, в условиях равновесного рынка представляет собой цену, по которой эта акция продается. Данная цена называется экс-дивидендной; если к ней добавить последний выплаченный дивиденд, то полученная величина называется дивидендной ценой. Понимание сущности этих двух цен имеет особую значимость накануне очередной выплаты дивидендов, поскольку инвестор, купивший акцию до наступления определенного момента, имеет право на получение ближайшего дивиденда; если акция приобретена позднее, это право остается за прежним владельцем акции. Таким образом, сразу же после данного момента цена акции автоматически понижается на величину объявленного дивиденда.

- Бессрочные привилегированные акции оцениваются как бессрочные облигации; если условиями эмиссии предусмотрено обязательное погашение акций по истечении некоторого времени, они оцениваются подобно срочным облигациям.

- Известны различные виды доходности финансовых активов, связанные между собой несложными алгоритмами, причем любой показатель доходности можно рассчитать в двух оценках: фактической и ожидаемой; первая рассчитывается по статистическим данным, вторая - по прогнозным. Именно ожидаемая доходность представляет наибольший интерес, поскольку используется для принятия решений о купле/продаже данного актива.

- Для безотзывных облигаций основным показателем доходности является доходность к погашению (*Yield to Maturity, YTM*); для отзывных помимо показателя *YTM* можно рассчитать показатель доходности досрочного погашения (*Yield to Call, YTC*). Расчет выполняется по той же формуле (модификация модели Уильямса), которая используется для оценки теоретической стоимости облигации с одним отличием:

- а) для оценки стоимости исходные параметры в модели Уильямса: процентный доход, количество базисных периодов, нарицательная стоимость (цена выкупа), приемлемая норма прибыли;

- б) для оценки доходности исходные параметры в модели Уильямса: процентный доход, количество базисных периодов, нарицательная стоимость (цена выкупа), текущая стоимость облигации (принимается равной текущей рыночной цене).

- Ожидаемая общая доходность акции равна сумме ожидаемых значений дивидендной доходности и капитализированной доходности. Наиболее распространенной считается ситуация, когда речь идет об оценке доходности обыкновенной акции с равномерно возрастающими дивидендами; в этом случае показатели доходности рассчитываются с помощью модели Гордона.

9. РИСК И ДОХОДНОСТЬ ФИНАНСОВЫХ АКТИВОВ

Обзор ключевых категорий и положений

- Принятие решений экономического характера может осуществляться в одной из четырех ситуаций: в условиях определенности, риска, неопределенности и конфликта. Первая ситуация имеет место в том случае, если можно с приемлемой точностью предсказать однозначно трактуемые последствия принятого решения. В условиях риска поле возможных исходов, т.е. последствий принятого решения, вариабельно, однако значения исходов и вероятности их появления поддаются количественной оценке. В условиях неопределенности подобной оценки сделать уже нельзя, т.е. не могут быть перечислены все возможные исходы и/или заданы их вероятности. В условиях конфликта принятие решения осложняется не только и не столько возможностью проявления действия некоторых случайных факторов, сколько необходимостью учета безусловного, осознанного и активного противодействия участников “конфликтной” ситуации*, причем число этих участников, их информационные и другие ресурсы и возможности могут быть заранее не известны.
- Первая ситуация достаточно редка, а ее описание и алгоритмизация не представляют сложности (например, решение принимается на основе некоторого критерия, исчисленного так называемым “прямым счетом” по исходным данным; таким критерием может быть заданная величина прибыли, расходов, рентабельности и др.). Напротив, две последние ситуации, в принципе, достаточно естественны, однако они с трудом поддаются формализованному описанию, а предлагаемые варианты действий, разрабатываемые, например, в рамках теории игр, носят достаточно абстрактный характер. Наиболее распространенной считается вторая ситуация, поскольку без особого преувеличения можно утверждать, что в экономике безрисковых операций не существует. В частности, даже гарантии выданные авторитетными организациями и солидными компаниями не обеспечивают полного элиминирования риска - речь может идти лишь о

снижении его уровня. Разработаны некоторые формализованные алгоритмы поведения в ситуациях риска.

- Известны различные определения понятия “риск”; в наиболее общем виде *риск может быть определен как вероятность осуществления некоторого нежелательного события.*
- Существуют различные виды риска в зависимости от того объекта или действия, рисковость которого оценивается: политический, производственный, имущественный, финансовый, валютный и т.д. Независимо от вида риска он оценивается, как правило, в терминах вероятности; что касается ожидаемых исходов в ситуации риска, то они чаще всего описываются в виде некоторых приобретений или потерь, причем их стоимостное выражение, естественно, не является единственно возможным.
- В отношении операций с финансовыми активами можно утверждать, что они являются безусловно рисковыми. Смысл рисковости в данном случае состоит в том, что инвестор, вкладывая свой капитал в некоторые ценные бумаги, обязан отдавать себе отчет в том, что, как правило, никто не гарантирует ему обязательности получения ожидаемого или обещаемого дохода; вероятность неполучения дохода тем выше, чем менее защищена с позиции долгосрочной перспективы платежеспособность и финансовая устойчивость эмитента. Иными словами, чем выше вероятность того, что эмитент может обанкротиться, тем выше риск инвестирования в его ценные бумаги. В этом смысле государство может считаться наименее рисковым эмитентом; более того, при моделировании денежных потоков на рынках капитала в экономически развитых странах весьма распространена интерпретация инвестиций в государственные ценные бумаги как безрисковых^{**}. Подобный подход, естественно, нельзя абсолютизировать. Например, опыт России показывает, что при определенных обстоятельствах даже государственные ценные бумаги и обязательства не могут рассматриваться как безрисковые.
- В приложении к финансовым активам используют следующую

интерпретацию риска и его меры: рисковость актива характеризуется степенью вариабельности дохода (или доходности), который может быть получен благодаря владению данным активом. Критерий достаточно очевиден: чем более вариабелен доход (доходность), т.е. чем более он непредсказуем, тем более рисков актив. Из курса статистики известны меры, позволяющие оценить вариабельность некоторых показателей; это размах вариации, дисперсия, среднее квадратическое отклонение, называемое иногда стандартным, и коэффициент вариации.

- Являясь относительным показателем, коэффициент вариации наиболее предпочтителен для пространственно-временных сопоставлений; значения других показателей существенно зависят от абсолютных значений элементов оцениваемого вариационного ряда. Иными словами, если абсолютные значения исходов двух сравниваемых рисков альтернатив существенно различаются, перечисленные выше меры риска за исключением коэффициента вариации несопоставимы.

- Результативность операций с финансовыми активами может быть измерена в терминах либо дохода, либо доходности. Поскольку при сравнительном анализе различных финансовых активов доход в абсолютной оценке может существенно варьировать (одна из причин - различие в номиналах ценных бумаг), принято в качестве базисного показателя, характеризующего результативность операции с финансовым активом, использовать не доход, а доходность. Так как доходность любого актива измеряется в процентах, т.е. не зависит от номинала, можно использовать любую из выше перечисленных мер риска; наибольшее распространение на практике получили дисперсия и среднее квадратическое отклонение.

- Риск не поддается точной оценке, т.е. он является весьма субъективной величиной. Это видно хотя бы потому, что в зависимости от выбранной меры риска можно получать разные его оценки.

- Инвестирование в финансовые активы представляет собой, по сути, игру, участвуя в которой можно выиграть, а можно и проиграть. Положительный

результат от участия в такой игре выражается в получении ожидаемой доходности. Риск и доходность находятся в прямо пропорциональной зависимости: чем выше обещаемая бумагой доходность, тем выше риск ее неполучения. Поскольку все ценные бумаги, за исключением государственных долгосрочных облигаций, рассматриваются как рискованные, инвестор, вступая в игру, платит за возможность участия в ней определенную цену, равную величине возможных потерь в случае, если его ожидания не сбываются.

- Инвесторы, участвующие в операциях на рынке, подразделяются на три категории: нейтральные к риску, несклонные к риску и склонные к риску. В первую группу входят инвесторы, которые готовы участвовать в игре при условии оплаты справедливой цены; во вторую - инвесторы, которые не обязательно участвуют в игре, даже если от них требуется заплатить цену меньшую, чем справедливая; в третью - инвесторы, готовые участвовать в игре, даже если при этом требуется заплатить цену большую, чем справедливая.

- Для того чтобы почувствовать понятие справедливой цены, представьте, что за умеренную плату в 100 руб. (т.е. чуть больше трех долларов) можно поучаствовать в одной из двух лотерей: в первой вы можете с равной вероятностью выиграть либо 10 руб., либо 120 руб.; во второй - либо 3 долл., либо 1000 долл. Очевидно, что при нормальных обстоятельствах вряд ли кто-то откажется от участия во второй игре; напротив, вряд ли кто-то согласится участвовать в первой игре. В обоих случаях 100 руб. не являются справедливой ценой лотереи.

- В приложение к рынку ценных бумаг справедливая цена формируется через механизм рискованной премии в виде добавки к безрисковой доходности.

- Рисковость той или иной ценной бумаги зависит от многих факторов: общего состояния экономики данной страны, финансовой солидности и известности эмитента, вида бизнеса, в который вложены основные ресурсы эмитента, результатов его текущей деятельности, его инвестиционной

политики, дивидендной политики, структуры источников финансирования, потребности в дополнительных источниках и др. Поэтому очевидно, что на рынке обращаются ценные бумаги различной доходности и степени риска.

- Любой разумный инвестор старается, по возможности, элиминировать риск и потому, как правило, вкладывает свои деньги не какую-то одну ценную бумагу, а формирует инвестиционный портфель, представляющий собой совокупность рыночных ценных бумаг, приобретенных физическим или юридическим лицом с целью получения дохода. В таком портфеле более рискованные активы уравниваются менее рискованными. Если не принимать во внимание крайности, то благодаря портфельным инвестициям нельзя слишком выиграть, т.е. получить супервысокую доходность, но невозможно и сильно проиграть.

- Портфельные инвестиции преследуют различные цели; например в качестве целевого критерия могут использоваться максимизация доходности или, напротив, минимизация риска. Однако наиболее распространенная целевая установка формулируется следующим образом: в портфель включаются ценные бумаги, обеспечивающие в мелком возможность получения приемлемого значения комбинации “доходность/риск”.

- Оказывается, что одна и та же ценная бумага, рассматриваемая а) изолированно или б) как составная часть портфеля, по-разному характеризуется в плане ее рисковости, а именно, финансовый актив в составе портфеля является менее рискованным по сравнению с ситуацией, когда он рассматривается изолированно. Поэтому любые операции с конкретным активом оцениваются с позиции его влияния на риск портфеля, причем оказывается, что при наличии нескольких конкурирующих на включение в портфель активов далеко не всегда выбор будет сделан в пользу актива с наименьшим общим риском. Характеристика рисковости актива в контексте портфельных инвестиций делается с помощью так называемых общего и рыночного рисков.

- Общий риск относится к конкретному финансовому активу,

рассматриваемому изолированно, и измеряется дисперсией возможных исходов относительно ожидаемой доходности этого актива. Рыночный риск относится к конкретному финансовому активу, рассматриваемому как часть инвестиционного портфеля, и составляет долю риска данного актива в риске портфеля в целом.

- Ожидаемая доходность портфеля представляет собой взвешенную среднюю ожидаемых доходностей его компонентов; показатели Риска портфеля и составляющих его ценных бумаг в виду нелинейности мер риска подобным соотношением уже не связаны.
- Общий риск портфеля включает в себя диверсифицируемый (синонимы: несистематический, специфический для компании) риск, который можно устранить путем диверсификации портфеля, и недиверсифицируемый (синонимы: систематический, рыночный) риск, который не элиминируется путем диверсификации. Считается, что диверсифицируемый риск портфеля можно минимизировать, например, путем включения в него 10-20 случайным образом отобранных видов ценных бумаг.
- Поскольку на рынке обычно обращаются ценные бумаги сотен и даже тысяч различных эмитентов, существует множество вариантов комплектования портфеля; очевидно, что в принципе можно сформировать два портфеля, имеющих, например, одинаковую ожидаемую доходность, но различный риск. Поэтому в теории портфеля разработаны методы формирования эффективных портфелей. Эффективный портфель - портфель, обеспечивающий наибольшую доходность при заданном уровне риска или наименьший риск при заданной норме прибыли.
- Основными индикаторами на рынке ценных бумаг, используемыми инвесторами, являются: средняя рыночная доходность k_m , безрисковая доходность k_{rf} , под которой понимают доходность государственных ценных бумаг, ожидаемая доходность ценной бумаги k_e , целесообразность операции с которой анализируется, и коэффициент β , характеризующий предельный вклад данной акции в риск рыночного портфеля. Разность $(k_m - k_{rf})$

представляет собой рыночную премию за риск; разность $(k_e - k_{rf})$ - ожидаемая премия за риск вложения в данную ценную бумагу; два этих показателя связаны прямо пропорциональной зависимостью через β -коэффициент: $(k_e - k_{rf}) = \beta \cdot (k_m - k_{rf})$. Данная модель носит название модели оценки финансовых активов (Capital Asset Pricing Model, CAPM) и применяется, в частности, для прогнозирования доходности любой ценной бумаги, обращающейся на рынке. Как известно, на основе прогнозной доходности и данных об ожидаемых доходах, генерируемых некоторой ценной бумагой, можно рассчитать ее теоретическую стоимость; поэтому модель CAPM часто называют моделью ценообразования на рынке финансовых активов. Известны различные представления CAPM - в терминах доходности (наиболее распространено) и в терминах стоимостных оценок.

- Каждая ценная бумага имеет свой бета-коэффициент (β), характеризующий ее рисковость. Этот показатель является мерой рыночного риска акции, показывая изменчивость доходности акции по отношению к доходности на рынке в среднем (т.е. к доходности среднерыночного портфеля). Поскольку в среднем по рынку $\beta = 1$ ценные бумаги, имеющие $\beta = 1$, $\beta < 1$ и $\beta > 1$, характеризуются соответственно как имеющие среднюю степень риска, менее рисковые более рисковые; рост β в динамике означает увеличение риска данной ценной бумаги. Бета-коэффициенты регулярно рассчитываются по статистическим данным о доходности ценных бумаг и публикуются в финансовой прессе. Для произвольного портфеля ценных бумаг, структура которого в точности равна структуре рыночного портфеля, $\beta = 1$. Бета портфеля представляет собой взвешенное среднее значений β -коэффициентов включенных в портфель активов.
- Линия рынка капитала (*Capital Market Line, CML*) отражает зависимость “риск/доходность” для эффективных портфелей, т.е. портфелей, сочетающих рисковые и безрисковые активы.
- Линия рынка ценных бумаг (*Security Market Line, SML*) отражает зависимость “риск/доходность” для отдельных акций.

- В рыночной экономике для крупных компаний вторым (после акций) по значимости способом привлечения средств на рынках капитала является эмиссия облигационных займов. Облигации многих эмитентов ранжируются независимыми компаниями, специализирующимися в области предоставления услуг информационно-аналитического характера по рынкам капитала; наибольшую известность получили рейтинги облигаций агентств *Moody's*, и *Standard & Poor's*. Чем выше рейтинг, тем более “качественной”, т.е. менее рискованной, является данная ценная бумага.

*Термин “конфликтный” не нужно понимать буквально; в данном случае подразумевается, что в финансовой операции могут принимать участие несколько заинтересованных лиц, имеющих целью извлечь из данной операции собственные выгоды и предпринимающих для этого определенные усилия и действия, заранее неизвестные другим потенциальным участникам операции.

**В экономически развитых странах нет единства в отношении того, какие государственные ценные бумаги считать безрисковыми. Чаще всего речь идет либо о долгосрочных государственных облигациях, либо о краткосрочных казначейских векселях; например, в США в последние годы в качестве аналога безрисковых ценных бумаг чаще используют государственные долгосрочные облигации, поскольку между доходностью именно этих инструментов и доходностью акций наблюдается более тесная корреляционная связь.

10. ПРИНЯТИЕ РЕШЕНИЙ ПО ИНВЕСТИЦИОННЫМ ПРОЕКТАМ

Обзор ключевых категорий и положений

- Инвестирование представляет собой один из наиболее важных аспектов деятельности любой динамично развивающейся коммерческой организации, руководство которой отдает приоритет рентабельности с позиции долгосрочной, а не краткосрочной перспективы. Причины, обуславливающие необходимость инвестиций, могут быть различны, однако в целом их можно подразделить на три вида; обновление имеющейся материально-технической базы, наращивание объемов производственной деятельности, освоение новых видов деятельности. Как правило, любая компания всегда формирует портфель доступных инвестиционных проектов, реализация которых может осуществляться по мере наступления определенных условий и предпочтений (целесообразность, экономическая эффективность, изменившаяся конъюнктура рынка, требования экологии, наличие доступных источников финансирования, незапланированные доходы и др.).
- С позиции управленческого персонала компании инвестиционные проекты могут быть классифицированы по следующим основаниям: а) величина требуемых инвестиций: крупные, традиционные, мелкие; б) тип 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; в) отношения взаимозависимости: взаимоисключающие (альтернативные) проекты, отношения комплементарности, отношения замещения, отношения экономической независимости; г) тип денежного потока: ординарный, неординарный; д) отношение к риску: рискованные и безрисковые.
- Два анализируемых проекта называются независимыми, если решение о принятии одного из них не влияет на решение о принятии другого. Два проекта называются альтернативными, если они не могут быть реализованы

одновременно, т.е. принятие одного из них автоматически означает, что второй проект должен быть отвергнут, проекты связаны между собой отношениями комплементарности, если принятие нового проекта способствует росту доходов по одному или нескольким другим проектам. Проекты связаны между собой отношениями замещения, если принятие нового проекта приводит к некоторому снижению доходов по одному или нескольким действующим проектам.

- Денежный поток называется ординарным, если он состоит из исходной инвестиции, сделанной единовременно или в течение нескольких последовательных базовых периодов, и последующих притоков денежных средств; если притоки денежных средств чередуются в любой последовательности с их оттоками, поток называется неординарным.
- Инвестиционные проекты различаются по степени риска: наименее рискованы проекты, выполняемые по государственному заказу; наиболее рискованы проекты, связанные с созданием новых производств и технологий.
- Разработка инвестиционной политики фирмы предполагает: формулирование долгосрочных целей ее деятельности; поиск новых перспективных сфер приложения свободного капитала; разработку инженерно-технологических, маркетинговых и финансовых прогнозов; подготовку бюджета капитальных вложений; оценку альтернативных проектов; оценку последствий реализации предшествующих проектов.
- Администрирование инвестиционной деятельностью может быть организовано различным образом; в частности, выделяют следующие стадии этого процесса:
 - а) планирование - на этой стадии осуществляется формулирование цели, исследование рынка и идентификация возможных проектов, экономическая оценка, перебор вариантов в условиях различных ограничений, формирование инвестиционного портфеля, ранжирование проектов в портфеле по степени их предпочтительности и возможностей реализации;
 - б) реализация отдельного проекта - эта стадия наиболее продолжительна и

потому подразделяется на несколько этапов: этап инвестирования, этап действия (производство, сбыт, затраты, финансирование), этап ликвидации последствий проекта; обязательной процедурой на каждом из этих этапов является контроль за соответствием плановых и фактических показателей, характеризующих проект.

в) *оценка и анализ* - аналитические процедуры, предназначенные для оценки соответствия поставленных и достигнутых целей, должны выполняться регулярно в рамках всей инвестиционной деятельности, поскольку в подавляющем большинстве случаев инвестиционные проекты связаны отношениями комплементарности или замещения, а также по завершении конкретного проекта.

- Критическими моментами в процессе составления бюджета капиталовложений являются: а) прогнозирование объемов реализации с учетом возможного спроса на продукцию (поскольку большинство проектов связано с дополнительным выпуском продукции); б) оценка притока денежных средств по годам; в) оценка доступности требуемых источников финансирования; г) оценка приемлемого значения стоимости капитала, используемого в том числе и в качестве коэффициента дисконтирования.
- Анализ возможной емкости рынка сбыта продукции, т.е. прогнозирование объема реализации, наиболее существен, поскольку ее недооценка может привести к потере определенной доли рынка сбыта, а ее переоценка - к неэффективному использованию введенных по проекту производственных мощностей, т.е. к неэффективности сделанных капиталовложений.
- Финансирование любого проекта предполагает привлечение одного или нескольких источников; как правило, все источники имеют платный характер. Стоимость капитала, привлекаемого для финансирования проекта, может меняться (нередко в сторону увеличения) в силу разных обстоятельств. Это означает, что проект, принимаемый при одних условиях, может стать невыгодным при других. Различные проекты не одинаково реагируют на увеличение стоимости капитала. Так, проект, в котором

основная часть притока денежных средств падает на первые годы его реализации, т.е. возмещение сделанных инвестиций осуществляется более интенсивно, в меньшей степени чувствителен к удорожанию цены за пользование источником средств.

- Инвестиционные проекты, анализируемые в процессе составления бюджета капиталовложений, имеют определенную логику:

- с каждым проектом принято связывать денежный поток, что как раз и дает возможность ранжировать и отбирать проекты на основе некоторых количественных оценок;

- чаще всего анализ ведется по годам;

- предполагается, что весь объем инвестиций делается в конце года, предшествующего первому году генерируемого проектом притока денежных средств;

- условно считается, что регулярный приток (отток) денежных средств, генерируемый проектом, имеет место в конце очередного базисного периода (года);

- ставка дисконтирования, используемая для оценки проектов с помощью методов, основанных на дисконтированных оценках, должна соответствовать длине базисного периода, заложенного в основу инвестиционного проекта (например, годовая ставка берется только в том случае, если длина периода год);

- все исходные параметры инвестиционного проекта (продолжительность, прогнозируемые значения дохода, величина требуемых инвестиций, ставка дисконтирования, степень взаимосвязи с другими действующими и планируемыми к внедрению проектами и др.) чаще всего не являются predetermined. В частности, чем более протяжен во времени проект, тем более неопределенными и рисковыми рассматриваются притоки денежных средств последних лет его реализации.

- Применение методов оценки и анализа проектов предполагает множественность используемых прогнозных оценок и расчетов. Иными

словами, анализ обычно ведется в режиме имитационного моделирования, причем множественность оценок касается в основном прогнозных значений будущих доходов по проекту и/или значений ставки дисконтирования, т.е. стоимости предполагаемых источников инвестирования. Что касается множественности расчетов, то ее необходимость предопределяется невозможностью обособления какого-то одного критерия как безусловно лучшего.

- Критерии оценки и анализа проектов подразделяются на две категории: а) основанные на дисконтированных оценках; б) основанные на учетных оценках. В первом случае во внимание принимается фактор времени, во втором - нет. В первую группу входят критерии: чистая приведенная стоимость (*Net Present Value, NPV*); чистая терминальная стоимость (*Net Terminal Value, NTV*); индекс рентабельности инвестиции (*Profitability Index, PI*); внутренняя норма прибыли (*Internal Rate of Return, IRR*); модифицированная внутренняя норма прибыли (*Modified Internal Rate of Return, MIRR*); дисконтированный срок окупаемости инвестиции (*Discounted Payback Period, DPP*). Во вторую группу входят критерии: срок окупаемости инвестиции (*Payback Period, PP*) и учетная норма прибыли (*Accounting Rate of Return, ARR*).

- Критерий *NPV* отражает прогнозную оценку изменения экономического потенциала коммерческой организации в случае принятия рассматриваемого проекта, причем оценка делается на момент окончания проекта, но с позиции текущего момента, т.е. начала проекта. Проект рекомендуется к принятию, если его *NPV* положителен. Критерий прост в расчетах и обладает важным свойством аддитивности в пространственно-временном аспекте, т.е. *NPV* различных проектов можно суммировать для нахождения общего эффекта том случае, если речь идет об оценке портфеля инвестиционных проектов. Для *NPV* в принципе верно правило: чем больше, тем лучше. Вместе с тем, являясь абсолютным показателем, критерий *NPV* не дает информации о резерве безопасности проекта, т.е. не отвечает на вопрос, насколько велика

опасность, что проект, считавшийся прибыльным, вдруг окажется убыточным ввиду ошибки в прогнозных оценках доходов и/или стоимости капитала.

- Логика применения критерия NPV для оценки проекта такова:

 - если $NPV > 0$, то в случае принятия проекта благосостояние владельцев компании увеличится;

 - если $NPV = 0$, то в случае принятия проекта благосостояние владельцев компании не изменится, но в то же время объемы производства возрастут, т.е. компания увеличится в масштабах;

 - если $NPV < 0$, то в случае принятия проекта благосостояние владельцев компании уменьшится.

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

- Критерий NTV дает прогнозную оценку увеличения экономического потенциала предприятия на конец срока действия проекта. Критерии NPV и NTV взаимнообратны с позиции алгоритма их расчета: в основе NPV лежит операция дисконтирования, в основе NTV - операция наращивания. Что касается применения критерия NTV для оценки проекта, то логика его такова же, как и у критерия NPV : если $NTV > 0$, проект рекомендуется к принятию; если $NTV < 0$, то проект следует отвергнуть.

- Логика критерия PI такова: он характеризует величину дохода на единицу затрат. Проект рекомендуется к принятию, если $PI > 1$. Критерий PI наиболее предпочтителен при комплектовании портфеля инвестиционных проектов в случае ограничения по объему источников финансирования. Независимые проекты упорядочиваются по убыванию PI ; в портфель последовательно включаются проекты с наибольшими значениями PI . Полученный портфель будет оптимальным с позиции максимизации совокупного NPV .

- Критерий IRR численно равен ставке дисконтирования, при которой NPV

проекта обращается в нуль. Для любого “нормального” инвестиционного проекта с ростом стоимости источника финансирования NPV убывает (“нормальность” проекта является условным термином, под которым понимается его соответствие вполне естественному требованию о превышении суммы недисконтированных поступлений над величиной инвестиции). Экономическое содержание критерия IRR таково: он показывает максимальный уровень затрат, который может быть ассоциирован с данным проектом. Логика применения проста: проект рекомендуется к принятию, если $IRR > CC$, где CC - стоимость источника финансирования. Или иначе, если стоимость капитала, привлекаемого для финансирования проекта, больше IRR , то проект может быть выполнен только в убыток, а следовательно, его надо отвергнуть.

- Поскольку критерий IRR показывает лишь максимальный уровень затрат, который может быть ассоциирован с оцениваемым проектом, то в случае, если значения IRR двух альтернативных проектов больше стоимости привлекаемых для их реализации источников средств, выбор лучшего из них по критерию IRR не возможен. Этот критерий не обладает свойством аддитивности, не учитывает существенности величины элементов денежного потока и, кроме того, для неординарных денежных потоков IRR может иметь несколько значений.

- Тем не менее для “нормальных” инвестиционных проектов чем больше IRR , тем лучше - значительнее резерв безопасности. Однако в общем случае это правило срабатывает не всегда; в частности, оно не верно для проектов с неординарными денежными потоками.

- Логика критерия $MIRR$ такова: этот показатель представляет собой коэффициент дисконтирования, уравнивающий приведенную стоимость оттоков денежных средств (инвестиций) и наращенную величину притоков, причем операции дисконтирования оттоков и наращения притоков выполняются с использованием стоимости капитала проекта. $MIRR$ характеризует эффективность проекта. Этот критерий рекомендуется

использовать для оценки проектов с неординарными денежными потоками, поскольку в отличие от критерия *IRR* критерий *MIRR* приводит к однозначным оценкам даже для таких потоков. Логика применения проста: проект рекомендуется к принятию, если $MIRR > CC$, где *CC* - стоимость источника финансирования.

- Логика критерия *PP* такова: он показывает число базовых периодов, за которое исходная инвестиция будет полностью возмещена за счет генерируемых проектом притоков денежных средств. Проект принимается, если такое возмещение имеет место. Если базовый период - год, то значение *PP* исчисляется в количестве лет; однако можно выделять и дробную часть года, если абстрагироваться от исходного предположения, что приток денежных средств осуществляется в конце года.

- Поскольку критерий *PP* рассчитывается по недисконтированному потоку поступлений, он подвергается критике за игнорирование фактора времени. Поэтому иногда пользуются критерием *DPP*, при расчете которого принимаются во внимание притоки денежных средств, дисконтированные по средневзвешенной стоимости капитала, присущей данному предприятию. Очевидно, что $DPP > PP$, т.е. *DPP* дает более осторожную оценку окупаемости проекта.

- Критерий *PP*: (а) не учитывает влияние доходов последних периодов, выходящих за пределы срока окупаемости; (б) не делает различия между проектами с одинаковой суммой кумулятивных доходов, но различным распределением ее по годам; (в) не обладает свойством аддитивности; (г) в отличие от других критериев позволяет давать оценки, хотя и грубые, о ликвидности и рисковости проекта. Ликвидность и рисковость — условные характеристики инвестиционного проекта. Из двух сравниваемых проектов проект с более быстрой окупаемостью признается более ликвидным. Чем более продолжителен проект, тем меньше точность прогнозных оценок ожидаемых поступлений; поэтому чем быстрее срок окупаемости, тем менее рисков проект.

- Критерий ARR , рассчитываемый отношением среднегодовой прибыли проекта к среднегодовому объему инвестиций, так же, как и PP , не учитывает фактора времени и считается наименее подходящим для анализа инвестиционных проектов и составления бюджета капиталовложений; основная сфера его приложений - сравнительная оценка деятельности подразделений компании. Единого и общепризнанного алгоритма расчета критерия ARR не существует.

- Показатели NPV , NTV , IRR , PI , CC связаны очевидными соотношениями:

если $NPV > 0$, то одновременно $NTV > 0$, $IRR > CC$ и $PI > 1$;

если $NPV < 0$, то одновременно $NTV < 0$, $IRR < CC$ и $PI < 1$;

если $NPV = 0$, то одновременно $NTV = 0$, $IRR = CC$ и $PI = 1$.

где CC - стоимость капитала, привлекаемого для реализации проекта.

- При анализе альтернативных проектов критерии NPV , PI , IRR , $MIRR$ могут противоречить друг другу, т.е. проект, принятый по одному критерию, может быть отвергнут по другому. Две основные причины определяют возможные противоречия между критериями:

а) масштаб проекта, т.е. элементы денежных потоков одного проекта значительно (на один или несколько порядков) отличаются от элементов денежных потоков второго проекта;

б) интенсивность потока денежных средств, т.е. приходится ли основная доля общей суммы денежных поступлений преимущественно на первые или преимущественно на последние годы жизни проекта.

- В случае противоречия рекомендуется принимать решение в отношении проекта, основываясь на критерии NPV . Считается, что этот критерий является наиболее универсальным и предпочтительным при анализе инвестиционных проектов, поскольку именно он характеризует возможный прирост благосостояния владельцев компании.

- Если в сравнительном анализе альтернативных проектов с существенно различающимися значениями элементов денежных потоков применяется критерий IRR , то переход от проекта с небольшими инвестициями к проекту

с относительно большими инвестициями осуществляется лишь в том случае, если IRR приростного потока превосходит стоимость источника, поскольку только в этом случае дополнительная инвестиция оправдана.

- Информацию о “резерве безопасности проекта” дают критерии IRR и PI . Так, при прочих равных условиях, чем больше IRR по сравнению со стоимостью источника финансирования проекта, тем больше “резерв безопасности”.
- Возможны и такие проекты, которые носят только затратный характер, т.е. не оказывают влияния на приток денежных средств; в этом случае применяются те же критерии, только по отношению к потоку, характеризующему текущие затраты по годам.
- Для анализа проектов нередко используется график NPV как Функция стоимости капитала. Этот график: а) представляет собой нелинейную зависимость; б) пересекает ось ординат в точке, равной сумме всех элементов недисконтированного денежного потока, включая величину исходных инвестиций; в) пересекает ось абсцисс в точке, соответствующей IRR проекта; г) может иметь несколько точек пересечения оси абсцисс для неординарных потоков.
- Точка Фишера представляет собой точку пересечения графиков NPV двух сравниваемых проектов. Абсцисса точки Фишера является пограничной точкой, разделяющей ситуации, “улавливаемые” критерием NPV и “не улавливаемые” критерием IRR (имеется в виду ранжирование проектов по степени их предпочтительности). Если значение стоимости капитала находится справа от абсциссы точки Фишера, то критерии NPV и IRR дают одинаковые результаты при оценке альтернативных инвестиционных проектов, если слева, то критерии NPV и IRR противоречат друг другу.
- Точка Фишера численно равна IRR приростного потока, т.е. потока, составленного из разностей соответствующих элементов исходных потоков; следовательно, для ее нахождения необходимо а) составить гипотетический проект (приростный поток); б) найти IRR этого проекта.

- Для сравнительного анализа проектов различной продолжительности применяются методы: а) метод цепного повтора в рамках общего срока действия проектов; б) метод бесконечного повтора сравниваемых проектов; в) метод эквивалентного аннуитета.
- В условиях инфляции корректируется в сторону увеличения либо прогнозный денежный поток, либо коэффициент дисконтирования. Большая вариабельность оценок достигается путем корректировки элементов денежного потока.
- Анализ инвестиционных проектов в условиях риска выполняется одним из следующих методов: а) построение имитационной модели учета риска; б) метод построения безрискового эквивалентного денежного потока; в) метод поправки на риск ставки дисконтирования.
- В первом случае обычно речь идет о ранжировании проектов с позиции их рисковости. Для этого по каждому проекту в режиме имитации делается несколько прогнозных вариантов числовых характеристик, рассчитываются значения NPV для каждого варианта, вероятное значение NPV и среднее квадратическое отклонение от него. По данным о средних квадратических отклонениях делают выводы о сравнительной рисковости проектов.
- Во втором случае пользуются идеями теории полезности, согласно которой можно построить кривую безразличия данного инвестора, позволяющую для каждого элемента ожидаемого рискового денежного потока найти соответствующий ему безрисковый эквивалент. Именно для потока безрисковых эквивалентов рассчитывается, например, NPV , на основе которого и принимается решение в отношении проекта.
- В третьем случае корректируется в сторону увеличения ставка дисконтирования; поправка делается на основе экспертных оценок.
- Оптимизация бюджета капиталовложений имеет место всякий раз, когда по некоторым причинам размер инвестиций ограничен сверху; в наиболее общем случае речь может идти о пространственной и временной оптимизации.

- График инвестиционных возможностей (*Investment Opportunity Schedule, IOS*) - графическое изображение анализируемых проектов, расположенных в порядке снижения внутренней нормы прибыли *IRR*. Этот график по определению является убывающим.
- График предельной стоимости капитала (*Marginal Cost of Capital Schedule, MCC*) - графическое изображение средневзвешенной стоимости капитала как функции объема привлекаемых финансовых ресурсов. Этот график является возрастающим, поскольку увеличение объема инвестиций с неизбежностью приводит к необходимости привлечения заемного капитала; увеличение доли последнего приводит к повышению финансового риска и, как следствие, к росту значения средневзвешенной стоимости капитала.
- Предельная стоимость капитала определяется точкой пересечения графиков *IOS* и *MCC*. Значение этого показателя используется в качестве оценки минимально допустимой доходности по инвестициям в проекты средней степени риска. Кроме того, точка пересечения графиков характеризует и предельную величину допустимых инвестиций.
- В зависимости от вида ограничений в процессе бюджетирования может выполняться пространственная или временная оптимизация. В условиях ряда предпосылок (некоторые из них могут иметь весьма условный характер; например, предпосылка о возможности дробления проекта) с помощью методов оптимального программирования удается построить оптимальный портфель инвестиций, обеспечивающий достижение максимально возможного суммарного *NPV*.

11. АНАЛИЗ И УПРАВЛЕНИЕ ОБОРОТНЫМИ СРЕДСТВАМИ

Обзор ключевых категорий и положений

- **Оборотные средства** (синонимы: оборотный капитал, мобильные активы, текущие активы, оборотные активы) - это активы предприятия, возобновляемые с определенной регулярностью для обеспечения текущей деятельности, вложения в которые как минимум однократно оборачиваются в течение года или одного производственного цикла. Под оборачиваемостью вложений в данном случае подразумевается трансформация оборотных средств, происходящая на предприятии циклически, один цикл которой может быть представлен следующим образом: а) денежные средства вкладываются в производственные запасы; б) запасы поступают в производство; в) произведенная продукция поступает на склад; г) готовая продукция отгружается покупателю; д) денежные средства за проданную продукцию поступают на счет продавца; е) денежные средства вновь используются для приобретения сырья и материалов, и т.д.
- Выделяют следующие укрупненные компоненты оборотных активов, имеющие значение в системе финансового менеджмента: производственные запасы, дебиторская задолженность, денежные средства и их эквиваленты. Как и в отношении других объектов управления, входящих в сферу интересов финансового менеджера, речь идет не о предметно-вещном составе оборотных активов, а о политике оптимального управления вложениями в эти активы.
- Как известно, процесс управления финансами представляет собой поиск ответа на два взаимосвязанных вопроса: откуда взять требуемые финансовые ресурсы и как наиболее выгодно ими распорядиться. Необходимость в постановке подобных вопросов возникает в плане как стратегического, так и текущего управления финансами. Именно последний аспект, т.е. рутинная повседневная финансовая деятельность, прежде всего и находит свое выражение в управлении оборотными средствами. Изменения в составе и структуре оборотных средств чаще всего сопровождаются определенными

изменениями в краткосрочных пассивах; две эти категории исключительно тесно взаимосвязаны. Вот почему в финансовом менеджменте принято рассматривать оборотные активы в совокупности с краткосрочными пассивами, сопоставлять их между собой, а один из ключевых аналитических показателей, увязывающих инвестиционный и источниковый аспекты управления оборотными средствами - чистый оборотный капитал.

- Краткосрочные пассивы (иногда их называют текущими обязательствами) - это задолженность предприятия перед сторонними лицами, период погашения которой не превосходит одного года.
- Чистый оборотный капитал (синонимы: собственные оборотные средства, функционирующий капитал) - показатель, характеризующий соотношение между суммой оборотных средств и суммой краткосрочных пассивов и численно равный разнице между ними. Величина чистого оборотного капитала в большей степени определяется составом активов и величиной оборотных средств.
- Любые оборотные средства, за исключением денежных средств и их эквивалентов, представляют собой иммобилизацию собственных оборотных средств; недостаток оборотных активов может привести к сбоям в производственном процессе, к потере ликвидности, а их избыток - к потерям в эффективности производства (средства омертвлены без движения и не приносят дохода). Поэтому политика управления оборотным капиталом должна обеспечить поиск компромисса между риском потери ликвидности и эффективностью работы.
- Управление оборотными средствами предполагает учет действия случайных факторов. Отчасти этим объясняется деление оборотного капитала на постоянный и переменный.
- Постоянный оборотный капитал (синоним: системная часть оборотных активов) - та часть оборотных средств, потребность в которых относительно постоянна в течение всего операционного Цикла; это усредненная оценка. Согласно другой трактовке под постоянным оборотным капиталом понимают

необходимый минимум оборотных средств для бесперебойного осуществления текущей деятельности.

- Переменный оборотный капитал (синоним: варьирующая часть оборотных активов) - это оборотные средства, накапливаемые: а) в целях обеспечения ритмичной работы в пиковые моменты операционного цикла; б) в виде страхового запаса.

- Центральным моментом в методиках управления оборотными средствами является поиск их оптимальной величины, состава и структуры. Разрабатывая подобные методики, рекомендуется в виду следующие достаточно очевидные факты:

в случае отсутствия действенной системы контроля за оборотными средствами они имеют обыкновение увеличиваться (прежде всего речь идет о производственных запасах и дебиторской задолженности);

неоправданное увеличение оборотных средств непременно сопровождается дополнительными прямыми и косвенными потерями например, увеличением потерь от естественной убыли сырья и материалов, появлением залежалых и неходовых товаров, снижением оборачиваемости собственных оборотных средств и др.;

неоправданное увеличение оборотных средств требует привлечения новых источников финансирования, следствием чего являются, во-первых, дополнительные затраты, поскольку большинство источников носит платный характер, и, во-вторых, снижение резервного заемного потенциала предприятия;

неоправданное снижение величины оборотных средств и/или неоптимальная их структура может привести к нарушению ритмичности производственной деятельности.

- Формирование и поддержание производственных запасов всегда связано с необходимостью нахождения оптимального соотношения между двумя крайними стратегиями: первая подразумевает минимизацию запасов в надежде на ритмичную их поставку, вторая - создание достаточного запаса,

имеющего целью застраховаться от различных неожиданностей и наверняка обеспечить ритмичность производственного процесса. Кроме того, выбирая политику в отношении производственных запасов приходится принимать во внимание наличие риска двух видов: а) неблагоприятное изменение цен; б) моральное и физическое устаревание.

- Методики оптимального управления запасами базируются на идее минимизации двух видов затрат, непременно имеющих место в отношении производственных запасов: а) затраты по покупке и доставке; б) затраты по хранению. В рыночной экономике заказ крупной партии сырья обычно сопровождается получением скидки от поставщика. Кроме того, чем больше заказываемая партия сырья и материалов, т.е. чем реже приходится обращаться к поставщикам, тем меньше затраты по покупке и доставке. Однако в этом случае увеличиваются затраты по хранению (нужны дополнительные складские помещения, увеличивается естественная убыль и прочий недокументированный расход и др.). И наоборот, если предприятие предпочитает работать “с колес”, т.е. ориентируется на минимальный запас сырья, оно минимизирует затраты по хранению, но увеличивает затраты по покупке и доставке. Иными словами, есть свои плюсы и минусы в каждой из описанных стратегий, а оптимальная политика в управлении производственными запасами как раз и заключается в поиске компромисса между двумя этими видами затрат. Один из наиболее известных подходов к формализованному управлению запасами заключается в расчете (в натуральных единицах) оптимальной партии заказа (*EOQ*), позволяющей минимизировать совокупные затраты по заказу, доставке и хранению запасов.

- Показатель *EOQ* является ключевым в ряде методик, посвященных выработке оптимальной, политики управления запасами. Подобные методики различаются допущениями в отношении страхового запаса, вариабельности дневной потребности в сырье и материалах, условий выполнения заказа и др. Среди исходных факторов, определяющих политику в управлении запасами:

уровень запасов, при котором делается заказ; минимально допустимый уровень запасов (страховой запас); максимально допустимый уровень запасов; оптимальная партия заказа; средняя дневная потребность в сырье, максимальное и минимальное число дней выполнения заказа.

- Для оптимального управления запасами рекомендуется: а) оценить общую потребность в сырье на планируемый период; б) периодически уточнять *ЕОQ* и момент заказа сырья; в) периодически уточнять и сопоставлять затраты по заказу сырья и затраты по хранению; г) регулярно контролировать условия хранения запасов; д) иметь хорошую систему учета.

- Формализованные модели управления запасами объясняют прежде всего логику возможных подходов к выбору политики в отношении процесса снабжения предприятия сырьем и материалами. Что касается практики, то реально действующие методики вряд ли поддаются жесткой формализации. Один из достаточно распространенных подходов - система поставки “точно в срок” (*just-in-time*), суть которой заключается в составлении оптимального и достаточно жесткого графика поставки сырья и материалов с целью максимально возможной минимизации складских запасов. Считается, что эта система может быть эффективной, если: а) она строится на долго-точной основе, обещающей предсказуемость и стабильность для контрагентов; б) имеется хорошая система информационного обеспечения у контрагентов; в) поставщики имеют хорошие (т.е. удовлетворяющие стандартам покупателя) системы контроля качества и поставки; г) компания-покупатель имеет отлаженную систему управления запасами.

- Оптимальное управление запасами предполагает также периодический факторный анализ их величины и контроль за оборачиваемостью вложений в запасы. Соответствующие аналитические процедуры выполняются путем расчета показателей оборачиваемости и использования жестко детерминированных факторных моделей.

- Для предприятий с длительным производственным циклом существенную роль играет оптимальное управление незавершенным производством.

Соответствующие методики чаще всего разрабатываются как элемент системы управленческого учета, однако они могут рассматриваться и как составная часть текущего управления финансами. Подобные методики, как правило, имеют специфицированный характер, т.е. они ориентированы на конкретные условия производственной деятельности, и основываются на учете следующих обстоятельств:

размер незавершенного производства зависит от специфики и объемов производства;

в условиях стабильного повторяющегося производственного процесса для оценки незавершенного производства можно использовать стандартные модели управления запасами (типа модели *EOQ*) и показатели оборачиваемости;

себестоимость незавершенного производства состоит из трех компонентов: (а) прямые затраты сырья и материалов; (б) затраты живого труда; (в) часть накладных расходов.

- Методики оптимального управления готовой продукцией также специфицированы и подразумевают учет следующих обстоятельств:

готовая продукция возрастает по мере завершения производственного цикла;

при планировании запасов готовой продукции необходимо по возможности учитывать возникновение ажиотажного спроса;

на величину запасов готовой продукции могут оказывать существенное влияние сезонные колебания;

неоправданное завышение объемов готовой продукции может привести к появлению залежалых и неходовых товаров.

- В отличие от производственных запасов и незавершенного производства, которые достаточно статичны, не могут быть резко изменены, поскольку в значительной степени определяются сутью технологического процесса, дебиторская задолженность представляет собой наиболее вариабельный и динамичный элемент оборотных средств, существенно зависящий от принятой в компании политики в отношении покупателей продукции.

Поскольку дебиторская задолженность представляет собой иммобилизацию собственных оборотных средств, т.е. в принципе она невыгодна предприятию, поэтому с очевидностью напрашивается вывод о ее максимально возможном сокращении. Теоретически дебиторская задолженность может быть сведена до минимума, тем не менее этого не происходит по многим причинам, в том числе и по причине конкуренции.

- С позиции возмещения стоимости поставленной продукции продажа может быть выполнена одним из трех методов: а) предоплата, б) оплата за наличный расчет, в) оплата с отсрочкой платежа, осуществляемая обычно в виде безналичных расчетов, основными формами которых являются платежное поручение, аккредитив, расчеты по инкассо и расчетный чек. Последняя схема наиболее невыгодна продавцу, поскольку ему приходится кредитовать покупателя, однако именно она является основной в системе расчетов за поставленную продукцию. При оплате с отсрочкой платежа как раз и возникает дебиторская задолженность по товарным операциям как естественный элемент подобной общепринятой системы расчетов.

- Выработывая политику кредитования покупателей своей продукции, предприятие должно определиться по следующим ключевым вопросам:

- срок предоставления кредита (чаще всего в компании существует несколько типовых договоров, предусматривающих предельный срок оплаты продукции);

- стандарты кредитоспособности (критерии, по которым поставщик определяет финансовую состоятельность покупателя и вытекающие отсюда возможные варианты оплаты);

- система создания резервов по сомнительным долгам (предполагается, что как бы ни была отлажена система работы с дебиторами, всегда существует риск неполучения платежа, хотя бы по форс-мажорным обстоятельствам; поэтому исходя из принципа осторожности необходимо заранее создавать резерв на потери в связи с несостоятельностью покупателя);

система сбора платежей (сюда входят процедуры взаимодействия с покупателями в случае нарушения условий оплаты, совокупность критериальных значений показателей, свидетельствующих о существенности нарушений в оплате, система наказания недобросовестных контрагентов и др.);

система предоставляемых скидок (в рыночной экономике является обычной практика предоставления скидок в случае оговоренного и достаточно короткого периода оплаты поставленной продукции).

- Эффективная система взаимоотношения с покупателями подразумевает: а) качественный отбор клиентов, которым можно предоставлять кредит; б) определение оптимальных условий кредитования; в) четкую процедуру предъявления претензий; г) контроль за тем, как клиенты исполняют условия договоров.

- Эффективная система администрирования взаимоотношений с покупателями подразумевает: а) регулярный мониторинг дебиторов по видам продукции, объему задолженности, срокам погашения и др.; б) минимизацию временных интервалов между моментами завершения работ, отгрузки продукции, предъявления платежных документов; в) направление платежных документов по надлежащим адресам; г) аккуратное рассмотрение запросов клиентов об условиях оплаты; д) четкую процедуру оплаты счетов и получения платежей.

- В условиях централизованно планируемой экономики денежные средства не играли сколько-нибудь значимой роли в деятельности предприятий, поскольку их величина как в кассе, так и на расчетном счете регулировалась вышестоящими организациями. При переходе к рыночным отношениям ситуация коренным образом меняется. Значимость денежных средств и их эквивалентов (последние представляют собой ликвидные финансовые активы, которые с минимальным временным лагом могут быть трансформированы в денежные средства) определяется тремя причинами: рутинность (необходимость денежного обеспечения текущих операций),

предосторожность (необходимость погашения непредвиденных платежей), спекулятивность (возможность участия в заранее непредусмотренном выгодном проекте).

- Денежные средства сами по себе, т.е. не вложенные в дело, не могут принести доход, с другой стороны, предприятие всегда должно иметь определенную сумму свободных средств в силу сформулированных выше причин - этим определяется необходимость определенной, хотя бы самой минимальной, систематизации подходов управлению этими активами. Среди проблем, ассоциируемых с управлением денежными средствами, как и в случае с производственными запасами, важной является проблема оптимизации объема денежных средств. Естественно, этим дело не ограничивается. В целом, система эффективного управления денежными средствами подразумевает выделение *трех* крупных блоков процедур, требующих повседневного внимания финансового менеджера: а) анализ денежных средств, б) прогнозирование денежных потоков, в) определение оптимального уровня денежных средств.

- Смысловая нагрузка первого блока определяется, прежде всего, тем обстоятельством, что с позиции контроля и оценки эффективности функционирования предприятия весьма важно представлять, какие виды деятельности генерируют основной объем денежных поступлений и оттоков.

- Анализ движения денежных средств позволяет определить сальдо денежного потока в результате текущей, инвестиционной, финансовой деятельности и прочих операций. Аналитические процедуры выполняются в рамках либо прямого, либо косвенного методов; в первом случае идут от счетов бухгалтерского учета, во втором - от бухгалтерской отчетности. Прямой метод предполагает идентификацию всех проводок, затрагивающих дебет денежных счетов (приток денежных средств) и кредит денежных счетов (отток денежных средств). Последовательный просмотр всех проводок обеспечивает помимо прочего группировку оттоков и притоков денежных средств по важнейшим видам деятельности (текущая, инве-

стиционная, финансовая, прочая). Косвенный метод основывается на идентификации и учете операций, связанных с движением денежных средств, и последовательной корректировке чистой прибыли, т.е. исходным элементом является отчетная прибыль.

- Одна из важнейших характеристик анализа денежных средств - оценка финансового цикла, характеризующего время, в течение которого собственные денежные средства отвлечены из оборота.

- Смысловая нагрузка второго блока определяется тем обстоятельством, что многие решения финансового характера, например инвестиции и выплата дивидендов, нередко предполагают единовременные оттоки крупных объемов денежных средств, которые Должны быть своевременно накоплены. Прогнозирование денежных потоков является неременным атрибутом бизнес-планирования и вообще взаимоотношений с потенциальным и/или стратегическим инвестором.

- Стандартная последовательность процедур методики прогнозирования денежных потоков выглядит следующим образом: прогнозирование денежных поступлений по подпериодам; прогнозирование оттоков денежных средств по подпериодам; расчет чистого денежного потока (излишек/недостаток) по подпериодам; определение совокупной потребности в долгосрочном (краткосрочном) финансировании в разрезе подпериодов. Процедуры данного блока целесообразно выполнять в режиме машинной имитации, варьируя оценками ряда основных факторов: объем реализации, доля выручки за наличный расчет, величина дебиторской и кредиторской задолженности, величина денежных расходов и др.

- Смысловая нагрузка третьего блока определяется отмеченной выше необходимостью нахождения компромисса между, с одной стороны, желанием обезопасить себя от ситуаций хронической нехватки денежных средств и, с другой стороны, желанием вложить свободные денежные средства в какое-то дело с целью получения дополнительного дохода. В мировой практике разработан ряд методов оптимизации остатка денежных

средств, в основе которых заложены те же идеи, что и в методах оптимизации производственных запасов. Наибольшую известность получили модели Баумоля, Миллера-Орра, Стоуна и имитационное моделирование по методу Монте-Карло. Суть данных моделей состоит в том, чтобы дать рекомендации о коридоре варьирования остатка денежных средств, выход за пределы которого предполагает либо конвертацию денежных средств в ликвидные ценные бумаги, либо обратную процедуру.

- Золотое правило управления кредиторской задолженностью состоит в максимально возможном увеличении срока погашения задолженности без ущерба нарушить сложившиеся деловые отношения (допустимое оттягивание срока погашения задолженности).

12. ИСТОЧНИКИ СРЕДСТВ И МЕТОДЫ ФИНАНСИРОВАНИЯ

Обзор ключевых категорий и положений

- В условиях рыночной экономики предприятию для долгосрочного финансирования своей деятельности теоретически доступны следующие основные источники: прибыль, рынок ценных бумаг, банковская система, бюджет. С позиции краткосрочного кредитования, естественно, следует упомянуть также о кредиторской задолженности, которая возникает в результате текущих операций и принятой системы расчетов с различными контрагентами и другими сторонними лицами и субъектами.
- Финансирование из первого источника осуществляется путем реинвестирования прибыли и представляет собой реализацию идеи самофинансирования. Прибыль без сомнения является основным и наиболее доступным способом поддержания и расширения деятельности коммерческой организации.
- Привлечение средств из второго источника осуществляется путем эмиссии долевых (акций) и долговых (облигаций) ценных бумаг. Доступ к этому источнику финансирования имеет определенные ограничения: а) законодательного (законом определены требования к компаниям, имеющим право эмиссии ценных бумаг); б) экономического (эмиссия - весьма дорогостоящий процесс, требующий тщательной подготовки); в) профессионального характера (любая фондовая биржа разрабатывает достаточно жесткие критерии главным образом в отношении финансового состояния, которым должны отвечать компании, претендующие на включение в листинг).
- Третий источник теоретически весьма доступен. Однако это достаточно дорогой источник, причем процентные ставки могут ощутимо варьировать. Кроме того, предоставление кредита, особенно долгосрочного, в значительной степени зависит от резервного заемного потенциала компании, характеризующегося к моменту обращения в банк степенью ее финансовой

зависимости от внешних инвесторов и кредиторов. Поэтому банковские кредиты чаще всего используются лишь как инструмент краткосрочного финансирования.

- Четвертый источник был основным в централизованно планируемой экономике; в условиях рынка значимость его в отношении коммерческих организаций ничтожна. Тем не менее определенные бюджетные ассигнования в виде целевого возмездного и безвозмездного финансирования могут иметь место главным образом в отношении предприятий, государственная поддержка которых считается целесообразной ввиду их социальной, системообразующей или оборонной значимости.

- В условиях рыночной экономики первые два источника рассматриваются как основные способы привлечения капитала. Прибыль - наиболее дешевый и быстро мобилизуемый источник, однако, во-первых, его объемы ограничены и, во-вторых, существуют некоторые обязательные и/или весьма желательные направления использования текущей прибыли. Второй источник, напротив, требует немалых расходов по его созданию и реализации, кроме того, подготовка и проведение эмиссии - довольно продолжительны во времени, поэтому к данному источнику прибегают лишь после тщательной подготовки и в случае мобилизации крупного капитала, необходимого для реализации проектов, имеющих для компании стратегически важное значение.

- Реинвестирование прибыли способствует росту цены акций фирмы только в том случае, если невыплаченная прибыль реинвестируется в проекты с доходностью, превышающей рентабельность собственного капитала фирмы.

- Все упомянутые источники могут рассматриваться с позиции как краткосрочной, так и долгосрочной перспективы. В частности, операции на рынке с долговыми и долевыми ценными бумагами, как правило, обусловлены двумя основными причинами: а) финансирование (с позиции эмитента) и инвестирование (с позиции держателей); б) извлечение спекулятивной прибыли. В данном разделе речь идет об использовании

различных финансовых инструментов именно в долгосрочном аспекте, т.е. с позиции финансирования и инвестирования.

- Любое предприятие формирует свой набор источников, состав, структура, значимость и доступность которых определяются конкретными условиями: организационно-правовой формой, целевой направленностью деятельности, рентабельностью, политикой руководства в отношении привлечения средств и т.п. Формально эти источники представлены в пассиве бухгалтерского баланса данного предприятия.

- С позиции характеристики финансового состояния предприятия возможны различные классификации источников средств; две из них имеют наибольшую значимость для финансового менеджера. Согласно первой классификации финансовые ресурсы хозяйствующего субъекта по источникам их формирования подразделяются на собственные и привлеченные, причем последние подразделяются на заемные средства (долгосрочные и краткосрочные) и текущую кредиторскую задолженность. Обособление текущей кредиторской задолженности в отдельную группу обусловлено тем обстоятельством, что она, во-первых, возникает как естественный элемент текущей деятельности (этот источник еще называют спонтанным) и, во-вторых, в известной степени является бесплатным источником. Что касается остальных источников, то они имеют отчетливо выраженный платный характер. Вторая классификация подразделяет все источники на долгосрочные и краткосрочные. Если первая классификация имеет значение прежде всего с позиции платности источника, то вторая - с позиции характеристики финансовой устойчивости.

- С позиции финансирования деятельности предприятия в стратегическом аспекте особое значение имеют долгосрочные источники средств. Принимая решение о целесообразности привлечения средств с помощью долевых и/или долговых ценных бумаг, учитывают следующие факторы: зачем нужны средства; каков текущий уровень финансовой зависимости компании; не пострадают ли интересы акционеров; какова специфика деятельности

компании; каково текущее состояние экономики.

- Одно из ключевых понятий в теории финансов “капитал”. Известны различные трактовки этой категории. В учетно-аналитической практике наиболее распространен взгляд, согласно которому под капиталом понимают долгосрочные источники средств и подразделяют их на собственный капитал и заемный капитал. К первому относятся уставный, резервный и дополнительный капиталы, а также целевое финансирование, нераспределенная прибыль и фонды, сформированные за счет прибыли. В состав заемного капитала входят долгосрочные кредиты и займы, в том числе облигационные займы.
- Термин “собственный” в данном контексте характеризует долю стоимости имущества, принадлежащую собственникам предприятия. В зависимости от того, какой баланс анализируется, эта доля может существенно варьировать как по абсолютной, так и по относительной величине. В повседневных аналитических оценках и расчетах обычно пользуются текущими балансовыми оценками, однако, если дело доходит до реального возврата долей собственникам пользуются ликвидационным балансом. Заемный капитал характеризует долю стоимости имущества, принадлежащую сторонним инвесторам, которые, в отличие от собственников, как правило, не имеют права вмешиваться в управление предприятием.
- Основным источником финансирования на момент создания коммерческой организации акционерного типа - уставный капитал, состоящий из обыкновенных и привилегированных акций. Покупка акций сопровождается для инвестора приобретением ряда имущественных и иных прав: право голоса, право на участие в распределении прибыли, право на соответствующую долю в акционерном капитале компании и остатка активов при ее ликвидации; право на ограниченную ответственность, согласно которому акционеры отвечают по внешним обязательствам компании лишь в пределах рыночной стоимости принадлежащих им акций; право продажи или уступки акции ее владельцем какому-либо другому лицу; право на получение

информации о деятельности компании, главным образом той, которая представлена в публикуемом годовом отчете.

- Обыкновенные акции являются основным компонентом уставного капитала компании. С позиции потенциальных инвесторов они характеризуются следующими особенностями: а) могут генерировать относительно большой доход, однако более рисковы по сравнению с другими вариантами инвестирования средств; б) нет гарантированного дохода; в) нет гарантии, что при продаже акций их владелец не понесет убытка; г) при ликвидации компании право на получение части имущества реализуется в последнюю очередь.

- Владелец привилегированной акции имеет преимущественное (в сравнении с владельцами обыкновенных акций) право на получение дивидендов, чаще всего в форме фиксированного процента, а также на получение доли в остатке активов при ликвидации общества. Этими обстоятельствами обуславливается тот факт, что привилегированные акции рассматриваются как менее рисковые инвестиции, поэтому требуемая по ним доходность, как правило, меньше доходности обыкновенных акций. Чаще всего привилегированная акция не дает ее владельцу права голоса. Подчеркнем, что термин “привилегированная” характеризует лишь отношения между владельцами обыкновенных и привилегированных акций; требования кредиторов всегда имеют приоритет перед требованиями акционеров любого типа.

- Привилегированные акции нередко трактуются как гибридные ценные бумаги, поскольку они одновременно обладают свойствами обыкновенных акций и облигаций. Последнее означает не только постоянство дивидендов, но и возможность постепенного погашения выпуска, для чего обычно в проспекте эмиссии предусматривается создание фонда погашения. Иными словами, в отличие от обыкновенных привилегированные акции нередко имеют ограниченный срок жизни. Основная причина - колеблемость процентных ставок по заемным средствам.

- Преимущества акций как формы привлечения капитала: нет обязательства по регулярной выплате дивидендов; нет обязательства по неременному возврату вложенного в акции капитала; не предусматривается обязательное обеспечение имуществом компании; могут быть проданы на рынке с целью получения дохода; снижают степень финансовой зависимости компании.
- В мировой практике известны различные способы эмиссии акций:
 - продажа непосредственно инвесторам по подписке;
 - продажа через инвестиционные институты, которые покупают весь выпуск и затем распространяют акции по фиксированной цене среди физических и юридических лиц;
 - тендерная продажа (несколько инвестиционных институтов покупают у заемщика весь выпуск по фиксированной цене и затем устраивают аукцион, по результатам которого устанавливают оптимальную цену акции);
 - размещение акций брокером у небольшого числа своих клиентов.
- В централизованно планируемой экономике практически единственным видом заемного капитала были долгосрочные кредиты банка; в условиях рынка роль кредитов резко снижается, а определенную значимость приобретают облигационные займы. Ограниченность такого рода финансирования состоит в том, что к нему имеют право и могут прибегнуть лишь достаточно крупные предприятия, прибыльно работающие в течение ряда лет.
- Облигации хозяйствующих субъектов классифицируются по ряду признаков, в частности, по сроку действия (краткосрочные - до 3 лет, среднесрочные - до 7 лет, долгосрочные - до 30 лет, бессрочные), по способам выплаты купонного дохода, по способу обеспечения займа, по характеру обращения (обычные и конвертируемые), купонная ставка по облигациям чаще всего зависит от средней процентной ставки на рынке капитала.
- С позиции эмитентов и инвесторов облигационный займ имеет свои плюсы и минусы. Эмитенту выгоден обоснованный выпуск облигаций, поскольку:

а) объем денежных средств, которыми будет распоряжаться предприятие, резко увеличится, появится возможность для внедрения новых инвестиционных проектов;

б) выплаты держателям облигаций чаще всего осуществляются по стабильным, не подверженным резким колебаниям ставкам, что приводит к предсказуемости расходов по обслуживанию этого источника;

в) стоимость источника меньше;

г) источник дешевле в плане мобилизации средств;

д) процедура привлечения средств менее трудоемка.

- Основной недостаток - выпуск займа приводит к повышению финансовой зависимости компании, т.е. к увеличению финансового риска ее деятельности. Если выплата дивидендов не является обязательной для компании, то расчеты по обязательствам перед держателями облигаций должны выполняться в обязательном порядке несмотря на финансовые результаты текущей деятельности.

- Для держателей облигаций преимущество этой формы инвестирования состоит в стабильности обязательных процентных платежей, которая, в принципе, не зависит ни от прибыльности работы эмитента, ни от краткосрочных колебаний текущих процентных ставок на рынке капитала. Определенная опасность тем не менее имеет место. Во-первых, неустойчивость финансовой деятельности эмитента может сопровождаться падением рыночной цены облигаций и, следовательно, потерями капитализированного дохода при вынужденной продаже облигаций на вторичном рынке. Во-вторых, в случае банкротства эмитента существует вероятность того, что требования держателей облигаций будут удовлетворены не в полном объеме и/или несвоевременно.

- В странах с развитой рыночной экономикой разработаны новые инструменты долгосрочного финансирования: права на льготную покупку акций, варранты, залоговые операции, ипотека, секьюритизация активов, финансовый лизинг. Все эти инструменты не противоречат российскому

законодательству, т. е. могут применяться в отечественной практике.

- Компания, желающая привлечь дополнительный капитал за счет новой эмиссии акций, может сделать это двумя способами: размещение акций среди действующих акционеров, свободная эмиссия. Для реализации первого способа разработан финансовый инструмент - право на льготную покупку акций - представляющий собой ценную бумагу с указанием количества акций (или части акции) новой эмиссии, которое обладатель права может приобрести по фиксированной цене - цене подписки. Эта ценная бумага сама по себе не приносит денежных средств эмитенту, но при определенных обстоятельствах стимулирует процесс размещения акций. Права распространяются прежде всего среди действующих акционеров.

- Варрант - ценная бумага (по сути, это колл-опцион), дающая право купить или продать фиксированную сумму финансовых инструментов (чаще всего акции эмитента) в течение определенного периода. Покупка варранта - проявление осторожности в том случае, если инвестор не вполне уверен в качестве ценных бумаг и не желает рисковать деньгами. Варрант обычно эмитируется вместе с облигационным займом компании, повышая его привлекательность. Чаще всего варранты являются долгосрочными финансовыми инструментами; в литературе описаны варранты, действовавшие до десяти лет.

- Залог представляет собой способ обеспечения обязательства, при котором кредитор-залогодержатель приобретает право в случае неисполнения должником обязательства получить удовлетворение за счет заложенного имущества. Залог сам по себе не приносит денежных средств собственнику имущества, предлагаемого в залог, но облегчает возможность получения долгосрочного кредита.

- Залог предприятия, строения, здания, сооружения, иного объекта, непосредственно связанного с землей, вместе с земельным участком или правом пользования им называется ипотекой.

- Секьюритизация активов представляет собой эмиссию ценных бумаг,

обеспеченных залогом, в частности ипотекой. Смысл этой операции заключается в следующем. Некоторое кредитное учреждение собирает в пул предоставленные им кредиты, обеспеченные относительно однородным имуществом (например, дебиторская задолженность, индивидуальные жилищные закладные и др.), и выпускает ценные бумаги под общее обеспечение.

- Лизинг как один из видов договора аренды появился в российском законодательстве относительно недавно. В большинстве стран под этим термином понимают арендные отношения вообще и подразделяют на два вида: операционный и финансовый лизинг. Финансовый лизинг представляет собой сделку, при которой практически все риски и вознаграждения от пользования имуществом переходят к арендатору; такая трактовка закреплена и в международных стандартах бухгалтерского учета. Имущество при финансовом лизинге отражается на балансе арендатора; при классической форме аренды, в том числе и при договоре операционного лизинга, право собственности на объект сделки по окончании договора не переходит к арендатору, и имущество с баланса арендодателя не списывается. Согласно российскому законодательству финансовая аренда (лизинг) трактуется в более узком смысле - как сделка, при которой арендодатель обязуется приобрести в собственность указанное арендатором имущество у определенного им (потенциальным арендатором) продавца и предоставить арендатору это имущество за плату во временное владение и пользование для предпринимательских целей. Согласно российскому законодательству балансодержатель объекта лизинговой сделки определяется в договоре лизинга. Известны различные формы лизинга; условия, при которых сделка может трактоваться как финансовая аренда, в каждой стране определяются национальным законодательством. Лизинг является косвенной формой финансирования инвестиционной деятельности компании, поскольку дает возможность приобрести дорогостоящее имущество с рассрочкой платежа. Популярность финансового лизинга на Западе обусловлена, кроме того,

возможностью получения участниками сделки налоговых льгот.

- Финансовые решения в отношении источников средств принимаются не только в рамках стратегического управления, но и в ходе осуществления текущей деятельности. Финансовые потоки в этом случае описывают трансформацию вложений в те или иные оборотные средства, а их структура и динамика в немалой степени определяются особенностями технологического процесса. Важнейшим элементом этой трансформации выступает финансирование текущей деятельности, которое по сути сводится к финансированию оборотных средств и осуществляется за счет собственных и привлеченных источников прямым и косвенным способами.
- Между активами предприятия и источниками их покрытия существуют логические связи; в централизованно планируемой экономике эти связи были более предопределенными и регулируемыми, поэтому иногда можно было идентифицировать активы и соответствовавшие им источники покрытия (например, товары, проданные в кредит, и ссуды под товары, проданные в кредит). В рыночной экономике закрепление тех или иных источников за некоторыми активами является условной процедурой. В качестве примера можно привести достаточно широко распространенное утверждение о том, что долгосрочные пассивы в полном объеме являются источниками покрытия внеоборотных активов; это утверждение достаточно логично и оправданно, но, как правило, условно. Тем не менее некоторые оценки в отношении долевого участия собственных и привлеченных источников в финансировании тех или иных видов оборотных средств могут быть сделаны.
- Прямое финансирование текущей деятельности осуществляется путем привлечения различного рода банковских кредитов, косвенное финансирование совершается за счет кредиторской задолженности, называемой иногда коммерческим кредитом. Банковское кредитование может осуществляться в различных формах: срочный кредит, контокоррентный кредит, овердрафт, учетный кредит, акцептный кредит, факторинг, форфейтинг.

• Суть *срочного кредита* заключается в перечислении банком оговоренной суммы на расчетный счет заемщика. По истечении срока кредит погашается. *Контокоррентный кредит* предусматривает ведение банком текущего счета клиента с оплатой поступивших расчетных документов и зачислением выручки. Если средств клиента оказывается недостаточно для погашения обязательств, банк кредитует его в пределах установленной в кредитном договоре суммы, т.е. контокоррент может иметь и дебетовое, и кредитовое сальдо. *Онкольный кредит* является разновидностью контокоррента и выдается, как правило, под залог товарно-материальных ценностей или ценных бумаг; оплата счетов клиента осуществляется в пределах обеспечения кредита. *Учетный (вексельный) кредит* предоставляется банком векселедержателю путем покупки (учета) векселя до наступления срока платежа. *Акцептный кредит* используется в основном во внешней торговле и предоставляется поставщиком импортеру путем акцепта банком выставленных на него экспортером тратт. *Факторинг* представляет собой один из способов кредитования торговых операций, при котором специализированная компания (фактор-фирма) приобретает у фирмы-поставщика все права, возникающие с момента поставки товара покупателю, и сама взыскивает долг. *Форфейтинг* - кредитование экспортера путем покупки векселей, акцептованных импортером.

• В теории финансового менеджмента принято выделять различные стратегии финансирования оборотных активов. Предполагается, что системная их часть, т.е. минимально необходимый объем активов, должна покрываться собственным капиталом в полном объеме; что касается варьирующей части оборотных активов, величина которой зависит от текущей конъюнктуры рынка, особенностей производства, взаимоотношений с поставщиками и др., то отношение руководства компании к выбору источников ее покрытия как раз и определяет сущность принятой стратегии. Известны четыре модели поведения:

идеальная (оборотные активы в полном объеме финансируются за счет

привлеченных средств, т.е. величина собственных оборотных средств равна нулю);

агрессивная (собственным капиталом покрывается лишь системная часть оборотных активов);

консервативная (оборотные активы в полном объеме покрываются собственным капиталом, т.е. для финансирования текущей деятельности внешние источники не привлекаются);

компромиссная (собственным капиталом покрывается половина варьирующей части оборотных активов).

- На практике строгое следование любой из описанных моделей попросту невозможно; эти модели дают лишь самое общее представление о стратегии управления оборотными активами и источниками их покрытия, помогают понять суть того или иного подхода.

- Управление источниками средств не может быть сведено к использованию некоторого набора стандартных методик, поскольку число факторов, влияющих на структуру пассивов, слишком велико, а их формализованная оценка и идентификация взаимосвязей не всегда возможны. Тем не менее формализованные модели управления финансами, в том числе и в отношении источников средств, имеют определенную значимость, особенно при принятии решений Долгосрочного характера, когда важна не точность некоторых оценок, а обоснование стратегии поведения. Одной из подобных моделей, получивших достаточно широкое распространение, является модель оценки допустимых темпов наращивания производственной деятельности. Эта модель, использующая балансовые соотношения, а также свойства инерционности и взаимосвязи экономических показателей, смысл которых состоит в том, что в условиях стабильно функционирующего предприятия объем выручки и основные балансовые статьи связаны между собой через коэффициенты пропорциональности, позволяет рассчитать ориентировочный объем требуемых источников финансирования.

13. АНАЛИЗ СТОИМОСТИ И СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА

Обзор ключевых категорий и положений

- Производственная деятельность хозяйствующего субъекта зависит от многих факторов, причем влияние и сравнительная характеристика не всех из них поддаются формализованной оценке. С позиции возможности такой оценки принято выделять трудовые, материальные и финансовые ресурсы предприятия. Поскольку все виды ресурсов находятся в чьей-то собственности, включение их в процесс производства связано с затратами, которые нужно понести как для привлечения ресурсов, так и для их поддержания на требуемом уровне. Эти затраты сводятся к некоторым выплатам собственникам ресурсов в виде дивидендов, процентов, заработной платы. Известны различные показатели оценки затрат в зависимости от вида ресурса; в данном разделе будет сделан обзор методов оценки стоимости источников финансовых ресурсов.
- Общая сумма средств, которую нужно уплатить за использование определенного объема привлекаемых на рынке капитала финансовых ресурсов, выраженная в процентах к этому объему, называется *стоимостью капитала (cost of capital)*. Поскольку терминология по многим разделам рыночной экономики в России еще не устоялась, в отечественной литературе можно встретиться с другим достаточно распространенным названием рассматриваемого понятия, а именно *цена капитала*. Оба приведенных названия условны и не лишены недостатков, однако точнее суть этого понятия, по-видимому, отражает термин “*себестоимость капитала*”. В отечественной литературе все же чаще используется термин “стоимость капитала”, именно поэтому ему было отдано предпочтение в данной работе. Отметим, что термин “стоимость капитала” является самостоятельным термином, поскольку рассматриваемые отдельно термины “стоимость” и “капитал” имеют абсолютно иную интерпретацию, в частности с позиции количественной меры.

- Финансовые ресурсы привлекаются как в краткосрочном, так и в долгосрочном аспекте. В данном разделе в основном речь идет именно о *капитале*, под которым понимаются долгосрочные источники средств. С позиции финансовой стратегии понятие стоимости источника имеет особую значимость, так как именно в долгосрочном плане всегда ставится задача и одновременно существует возможность выбора того или иного источника или их оптимальной, с позиции затрат, комбинации.
- Две причины - оборачиваемость и риск - объясняют появление затрат, связанных с привлечением капитала. Во-первых, инвестор предполагает иметь свою долю в доходе, который получает финансовый реципиент, пуская привлеченный капитал в оборот. Во вторых, для инвестора предоставление средств на долгосрочной основе — весьма рискованное мероприятие. Например, купив облигации конкретного предприятия и спустя некоторое время вознамерившись по каким-либо причинам досрочно вернуть вложенный капитал, инвестор не сможет сделать это путем предъявления облигаций эмитенту для погашения (если таковое не предусмотрено условиями эмиссии); единственное, что ему остается сделать, - продать их на вторичном рынке; финансовый результат при этом может быть непредсказуемым. Именно поэтому инвестор требует платы за предоставление финансовых ресурсов.
- Стоимость капитала количественно выражается в сложившихся в компании относительных годовых расходах по обслуживанию своей задолженности перед собственниками и инвесторами, т.е. это относительный показатель, измеряемый в процентах.
- Любая компания обычно финансируется из нескольких источников одновременно. С позиции стратегии оптимизация структуры источников - это проявление разумной и осознанной финансовой политики; с позиции текущего финансирования возникновение тех или иных источников, изменение структуры текущих пассивов осуществляется не только в плановом порядке, но и нередко спонтанно (в частности, расширение

объемов деятельности обычно сопровождается ростом кредиторской задолженности). В отношении затрат все источники можно подразделить на две группы: а) платные источники (таких большинство, например, за привлечение кредитов и займов платятся проценты, акционерам платятся дивиденды, кредиторская задолженность по товарным операциям нередко связана с отказом от скидки, т.е. тоже не является бесплатной, и т.п.) и б) бесплатные источники (сюда относятся некоторые виды текущей кредиторской задолженности, например задолженность по заработной плате).

- Очевидно, что затраты, связанные с привлечением и обслуживанием того или иного источника, разнятся. Например, проценты по краткосрочным и долгосрочным кредитам не совпадают, ставка, полагаемая банком, обусловлена степенью финансовой зависимости заемщика, разные банки предлагают различные процентные ставки; то же самое можно сказать об облигационных займах и акциях. Поскольку стоимость каждого из приведенных источников средств различна, стоимость капитала коммерческой организации в целом находят по формуле средней арифметической взвешенной, а соответствующий показатель называется средневзвешенной стоимостью капитала (*Weighted Average Cost of Capital, WACC*).

- Использование формулы средней арифметической взвешенной предполагает определенную сопоставимость слагаемых, в частности это требование прежде всего касается методологии исчисления. Как известно, источники, из которых производится выплата расходов, связанных с привлечением капитала, различны: например, дивиденды выплачиваются из чистой прибыли, проценты по некоторым видам заемного капитала можно списывать на себестоимость. Поэтому для обеспечения сопоставимости слагаемых в формуле *WACC* принято все расчеты делать на *посленалоговой* базе.

- Расчет *WACC* представляет собой достаточно неочевидную в вычислительном плане процедуру, в основе которой лежит ряд допущений и

ограничений, в известном смысле имеющих оттенок искусственности. Безусловно, этот показатель можно исчислить с той или иной степенью приближенности, причем пресловутая точность в этом случае не только недостижима, но и вряд ли уместна, поскольку *WACC* используется прежде всего для принятия решений стратегического характера. Очевидно, что концепция *WACC* имеет как теоретическую, так и практическую значимость. В теоретическом плане знание руководством компании текущего значения *WACC* и ее динамики необходимо для понимания причин сложившегося и/или возможного изменения положения компании на рынке Ценных бумаг вследствие принятия некоторых решений стратегического характера, имеющих отношение к изменению существующей структуры капитала. Что касается практики, то считается общепризнанным, что финансовый менеджер должен знать средневзвешенную стоимость капитала, а также стоимость отдельных источников своей компании по следующим причинам:

стоимость собственного капитала представляет собой отдачу на вложенные инвесторами в деятельность компании ресурсы, поэтому управленческий персонал должен предугадывать возможное изменение цен на акции в зависимости от изменения ожидаемых значений прибыли и дивидендов;

стоимость заемных средств ассоциируется с уплачиваемыми процентами, поэтому нужно уметь выбирать наилучшую возможность из нескольких вариантов привлечения средств;

средневзвешенная стоимость капитала может использоваться для экспресс-оценки рыночной стоимости компании (возможен и обратный подход);

стоимость капитала является одним из ключевых факторов при анализе инвестиционных проектов;

грамотные прогнозные оценки стоимости источников позволяют в известной степени минимизировать средневзвешенную стоимость капитала и максимизировать рыночную стоимость компании.

- Можно выделить пять основных источников капитала, стоимость которых необходимо знать для расчета *WACC* фирмы: банковские кредиты и займы, облигационные займы, привилегированные акции, обыкновенные акции, нераспределенная прибыль. Каждый из этих источников имеет разную стоимость, однако логика ее формирования одинакова и в наиболее общем виде может быть описана известной паутинообразной моделью равновесия спроса и предложения на финансовые ресурсы данного типа.

- Основные проблемы, связанные с расчетом *WACC*:

 - новые и существующие инвестиции могут иметь разную степень риска;

 - привлечение дополнительных источников для финансирования новых проектов может привести к изменению финансового риска компании в целом;

 - при изменении процентных ставок изменяется и требуемая акционерами норма прибыли на инвестированный капитал, что влияет на значение *WACC*.

- *WACC* считается наиболее приемлемым ориентиром при расчете маржинальных затрат по привлечению новых источников финансирования при условии, что новые проекты имеют тот же уровень производственного и финансового риска.

- Предельная стоимость капитала (*Marginal Cost of Capital, MCC*) - это стоимость капитала, предназначенного для финансирования новой единицы продукции. Логика этого показателя такова. Даже на интуитивном уровне понятно, что финансовые решения стратегического характера должны влиять на средневзвешенную стоимость капитала, причем имеет место сложное взаимодействие как понижающих, так и повышающих факторов. С одной стороны, затраты по привлечению новых источников меняются не линейно; например, затраты на привлечение дополнительных 100 работников могут составлять 50 долл. на человека и 40 долл. - если привлекается 1000 человек. Иными словами, при определенных обстоятельствах привлечение относительно большего объема ресурсов нередко сопровождается снижением

относительных затрат по его привлечению и поддержанию. С другой стороны, при наращивании объема привлекаемого ресурса предельные затраты могут оставаться постоянными, однако при достижении некоторой критической величины ресурса эти затраты могут существенно (чаще всего - скачкообразно) возрасти. Особенно это характерно в отношении источников финансирования; например, одной из причин такого возрастания относительных затрат может быть ограниченность реинвестируемой прибыли и обусловленная этим необходимостью относительно большего привлечения заемного капитала, что приводит к росту финансового риска и повышению величины *WACC*. Показатель *MCC* оценивается на перспективу и характеризует “цену”, которую придется уплатить за привлечение планируемого объема дополнительного капитала.

- Следует отличать понятие “стоимость капитала” от понятий “оценка капитала”, “стоимость фирмы” и т.п. Если первый из упомянутых показателей является относительным и измеряется в процентах, то другие - абсолютными и измеряются в денежных единицах. Кроме того, об оценке акционерного или заемного капитала можно говорить в терминах учетных и рыночных оценок, причем именно последняя имеет важное значение в теории структуры капитала. Так, “рыночная оценка акционерного капитала” (*value of a firm's common stock*) теоретически может быть найдена как стоимость бессрочного аннуитета, представляющего собой поток ожидаемых дивидендов и дисконтированного по стоимости акционерного капитала фирмы. Фактически этот показатель, называемый также рыночной капитализацией, находится путем умножения числа выпущенных акций на их текущую рыночную цену. Рыночная капитализация является одной из основных рыночных характеристик любой компании, котирующей свои ценные бумаги на фондовых биржах, а ее рост в динамике - главная стратегическая цель, которую собственники компании ставят перед своими топ-менеджерами.

- В число основополагающих категорий в теории структуры капитала входит

также понятие “рыночная стоимость фирмы” (*total market value of a firm*), под которой понимается сумма рыночных оценок акционерного и заемного капиталов.

- Одна из ключевых проблем теории структуры капитала выражается вопросом: возможно ли для компании увеличивать свою стоимость путем изменения структуры источников средств? Ответ на этот вопрос дается в рамках двух подходов: а) традиционный; б) теория Модильяни-Миллера.

- Последователи традиционного подхода считают:

стоимость капитала зависит от его структуры;

с ростом доли заемного капитала (относительно более дешевого источника по сравнению с собственным капиталом) средневзвешенная стоимость капитала снижается, но при достижении некоторого уровня финансового левериджа, т.е. соотношения заемных и собственных средств, значение *WACC* скачкообразно возрастает, поскольку значительно повышается финансовый риск компании;

можно найти оптимальную структуру источников, минимизирующую *WACC* и, следовательно, максимизирующую стоимость фирмы.

- В рамках теории Модильяни-Миллера утверждается как раз обратное: во-первых, стоимость капитала и его структура независимы; во-вторых, с ростом доли заемного капитала должно иметь место и возрастание стоимости собственного капитала, поскольку собственники компании будут требовать повышения отдачи на вложенный ими капитал с целью компенсации возрастающего финансового риска компании в целом. Иными словами, стоимость и структуру капитала нельзя оптимизировать, невозможно и наращивать рыночную стоимость компании за счет изменения структуры долгосрочных источников.

- В основе теории Модильяни-Миллера заложены идеи арбитражных операций по смещению акцентов с кредитов, предоставляемых юридическими лицами, на кредиты, предоставляемые физическими лицами через облигационные долговые обязательства.

Арбитраж - операция одновременной продажи и покупки аналогичных финансовых инструментов с целью получения безрискового дохода. Наиболее типичными примерами арбитражных операций являются следующие: а) один и тот же актив имеет разную цену на различных рынках капитала; б) на данном рынке капитала имеются два близких по своим характеристикам актива, один из которых продается по завышенной, а второй - по заниженной цене. Очевидно, что, например, в случае (а) инвестор, купив активы на одном рынке и тут же продав их на втором, может получить доход.

- Ф.Модильяни и М.Миллер доказали (1958 г.), что показатели стоимости собственного капитала и структуры источников средств связаны линейной зависимостью (выводится из уравнения *WACC* для случая, когда источники подразделяются на две группы: собственные и заемные), причем эта зависимость может иметь место как в условиях предпосылки об отсутствии налогов, так и без этой предпосылки.

- Рассмотренные подходы к оценке стоимости капитала как одной из характеристик финансовой устойчивости предприятия имеют важное значение прежде всего в контексте стратегии его развития, тем не менее эти же идеи могут и должны приниматься во внимание при планировании и анализе финансового обеспечения текущей деятельности. В данном случае речь идет об оценке затрат, связанных с такими источниками, как кредиторская задолженность и краткосрочные банковские кредиты.

- Кредиторскую задолженность условно можно подразделить на две группы: а) задолженность, возникающая спонтанно как неотъемлемый элемент текущей деятельности (например, задолженность по заработной плате); б) задолженность, величина которой осознанно регулируется. В первом случае источник чаще всего является бесплатным; во втором случае он имеет ненулевую стоимость. В условиях рыночных отношений договоры купли/продажи, как правило, содержат опцию о скидке с цены при условии оплаты полученной продукции в достаточно сжатые сроки. Если покупатель

не пользуется опцией, т.е. оплачивает товар с предусмотренной договором существенной отсрочкой платежа, у него на некоторое время появляется дополнительный источник средств, но этот источник уже не бесплатен, так как покупатель отказался от скидки.

- Стандартизованный договор, содержащий опцию, имеет вид: “ d/k чисто n ” (d/k net n), т.е. покупатель может получить скидку в размере $d\%$, если он оплатит покупку в течение k дней, в оставшиеся $(n - k)$ дней оплата должна быть сделана по полной цене. Значениями параметров варьируют в зависимости от надежности покупателя.

- Несложно рассчитать стоимость источника “Краткосрочная кредиторская задолженность” в случае отказа от опции (см. приложение 1). Например, если договор имеет вид “3/10 чисто 45”, то стоимость источника равна 31,8% ($3 : 97 * 360 : 35 * 100\%$). Логика рассуждений очевидна. Допустим, что полная цена равна 100 руб.; отказ от скидки означает, что за пользование дополнительным (в течение 35 дней) источником придется платить больше на 3,093% ($3 : 97 * 100\%$); переход к характеристике стоимости в терминах годовой процентной ставки как раз и дает величину 31,8%. Легко заметить, что этот источник весьма дорогой; вот почему скидкам чаще всего пользуются.

- Условия предоставления и погашения кредитов варьируют в зависимости от многих факторов. В международной практике используют три основных типа расчета и выплаты процентов за пользование кредитами, известные как техника регулярного, дисконтного и добавленного процента. Применение того или иного типа расчетов существенно влияет на величину эффективной годовой ставки.

- При оформлении кредита на условиях регулярного процента заемщик получает номинальную сумму и возвращает ее с процентами вместе с основной суммой долга.

- При оформлении кредита на условиях дисконтного процента сумма процентов за пользование предоставляемыми денежными средствами

вычитается банком в момент заключения договора, т.е. заемщик получает сумму за вычетом процентов. Таким образом, для получения требуемой суммы ему приходится увеличивать величину кредита. Стоимость источника в этом случае выше.

- При оформлении кредита на условиях добавленного процента общая сумма, состоящая из основного долга и начисленных за весь период процентов, должна погашаться равными платежами, например ежемесячными или ежеквартальными. Это самые невыгодные условия, поскольку сумма кредита постоянно уменьшается, т.е. эффективная годовая ставка очень высока.

14. ПОЛИТИКА ВЫПЛАТЫ ДИВИДЕНДОВ

Обзор ключевых категорий и положений

- Дивиденд представляет собой часть имущества компании, которую ее собственник может получить по окончании очередного отчетного периода согласно решению высшего органа управления и в соответствии со своей долей в уставном капитале. Дивиденды чаще всего выплачиваются в денежной форме, а в случаях, предусмотренных законом или уставными документами, - иным имуществом (акциями, облигациями и товарами). При определении величины дивидендов прибыль отчетного периода обычно распределяется на два элемента: а) собственно дивиденды и б) прибыль, реинвестируемая в деятельность компании с целью поддержания заданных темпов расширения объемов производства и/или внедрения новых инвестиционных проектов.
- Политика выплаты дивидендов представляет собой упорядоченную систему принципов и подходов, которыми руководствуются собственники компании при определении той доли имущества компании, которую они считают целесообразным распределить в виде дивидендов по окончании очередного отчетного периода.
- Согласно российскому законодательству в определении дивидендной политики помимо собственников принимают участие и руководители предприятия (в данном случае совет директоров, в который обычно входят и нанятые топ-менеджеры). Их участие выражается в следующем: руководство предприятия предлагает собранию акционеров утвердить некоторую схему распределения прибыли за отчетный период, при этом акционеры не имеют права повысить долю прибыли, выплачиваемую в виде дивидендов.
- В отношении дивидендов термин “политика” вполне уместен, поскольку принятые в компании подходы в области распределения доходов чаще всего имеют стратегический, а не краткосрочный характер; эти подходы достаточно устойчивы и предсказуемы в том смысле, что они выдерживаются по ключевым параметрам достаточно длительное время.

Определенная предсказуемость и стабильность дивидендной политики определяется желанием избежать негативного сигнального эффекта информации, смысл которого состоит в следующем: сведения о резких непредвиденных колебаниях в отношении выплаты дивидендов могут спровоцировать падение рыночной цены акций компании, за которым практически неизбежно последует ухудшение положения компании на рынке капитала, товаров, услуг.

- Как и любое решение финансового характера, дивидендная политика должна способствовать достижению основной цели управления финансами коммерческой организации - максимизации благосостояния акционеров. Поскольку доход акционеров состоит из двух частей - дивиденды и доход от капитализации, при определении дивидендной политики приходится делать выбор между двумя, на первый взгляд противоречащими друг другу вариантами действий. С одной стороны, дивиденды представляют собой текущий денежный доход акционеров и в определенной степени сигнализируют им о том, что коммерческая организация, в акции которой они вложили свои деньги, работает успешно, т.е. акции представляют собой привлекательный вариант инвестирования. С другой стороны, выплата дивидендов чаще всего предполагает единовременный отток крупных денежных средств, т.е. уменьшение экономического потенциала предприятия, тогда как именно его наращивание в подавляющем большинстве случаев рассматривается как одна из наиболее важных стратегических целей компании. Кроме того, здесь возникают и проблемы текущего характера, в частности необходимо иметь свободные средства в достаточном объеме, поддерживать требуемые уровни ликвидности и платежеспособности и др.
- В большинстве экономически развитых стран источники выплаты дивидендов обычно не сводятся к отчетной прибыли; в этом и состоит смысл вышеприведенного утверждения о том, что в виде дивидендов распределяется не прибыль, а часть имущества компании. Отсюда следует

очевидный вывод: и прибыль, и дивиденды имеют свою динамику, причем если прибыль весьма переменчива, то дивиденды достаточно стабильны. Более того, дивиденды могут выплачиваться даже в случае убыточной текущей деятельности (естественно, такое не может продолжаться бесконечно). Согласно российскому законодательству дивиденды выплачиваются из чистой прибыли акционерного общества за отчетный год и лишь дивиденды по привилегированным акциям определенных типов могут выплачиваться за счет специально предназначенных для этого фондов общества, т.е. фактически за счет нераспределенной прибыли прошлых лет.

- Дивидендная политика оказывает несомненное влияние на операции с ценными бумагами данной компании и на величину ее рыночной капитализации. Обычно акционеры предпочитают получать, а компании выплачивать определенный доход в виде дивидендов. Можно выделить как минимум две причины этого. Во-первых, любой инвестор желает иметь как можно более быструю отдачу на вложенный им капитал. Руководствуясь принципом осторожности и делая выбор между возможностью получить некоторый доход сегодня и обещанием будущего дохода, возможно и более крупного, но не гарантированного, он отдает предпочтение текущему доходу, может быть, и малому, но гарантированному. Во-вторых, в силу многих факторов далеко не всегда рядовые акционеры способны оценить стратегическую целесообразность именно такого, а не иного распределения прибыли.

- С позиции теории выбор дивидендной политики предполагает решение двух ключевых вопросов: во-первых, влияет ли величина дивидендов на изменение совокупного богатства акционеров; во-вторых, если да, то какова должна быть оптимальная их величина? Существуют три подхода в отношении дивидендной политики: а) теория Модильяни-Миллера; б) теория Гордона-Линтнера; в) теория Литценбергера-Рамасвами.

- Согласно первому подходу, известному как теория иррелевантности дивидендов, дивидендная политика не влияет на ценность компании, иными

словами, понятия оптимальной дивидендной политики как фактора повышения рыночной стоимости фирмы не существует в принципе. Поэтому дивиденды целесообразно выплачивать по остаточному принципу, т.е. после того, как профинансированы все заслуживающие внимания инвестиционные проекты. Этот подход разработан с учетом ряда предпосылок, многие из которых носят достаточно условный характер (например, отсутствие налогов, информационная симметрия на рынке капитала, равноценность дивидендного и капитализированного доходов и др.).

- В основе второй теории лежит принцип “синицы в руках”, согласно которому повышение доли прибыли, выплачиваемой в виде дивидендов, является привлекательным для акционеров и способствует как стабильности ее положения на рынках капитала, товаров и услуг, так и росту ценности компании. В частности, регулярная выплата дивидендов ввиду уменьшения риска неполучения доходов приводит к снижению требуемой акционерами нормы прибыли, т.е. к уменьшению значения *WACC* и, следовательно, к повышению рыночной стоимости фирмы.

- В основе третьей теории заложены имеющиеся во многих странах различия в налогообложении дохода акционеров, получаемого в виде дивидендов, и капитализированного дохода. Поскольку в первом случае нередко ставка налогообложения выше, максимизация благосостояния акционеров достигается при относительно большей доле реинвестированной прибыли. Отчасти этим обстоятельством объясняется достаточная распространенность в странах рыночной экономики методики выплаты дивидендов по остаточному принципу, суть которой состоит в том, что при наличии фондов (источников) прежде всего финансируются приемлемые инвестиционные проекты и лишь оставшаяся неиспользованная часть фондов направляется на выплату дивидендов.

- В любой стране выплата дивидендов в известном смысле регулируется определенными нормативными актами (в России основные нормативы - Гражданский кодекс РФ и Федеральный закон “Об акционерных

обществах”). Кроме этого дивидендная политика обычно определяется некоторыми факторами объективного и субъективного характера, среди которых ограничения правового характера, ограничения контрактного характера, ограничения в связи с недостаточной ликвидностью, ограничения в связи с расширением производства, ограничения в связи с интересами акционеров, ограничения рекламно-информационного характера.

- В отличие от стран Запада в России возможность и порядок объявления и выплаты дивидендов в гораздо большей степени регулируются законом. Упоминавшееся выше условие - обязательность наличия прибыли по итогам отчетного периода - не является единственным. В частности, акционерное общество не вправе принимать решение о выплате (объявлении) дивидендов, если:

- а) не полностью оплачен уставный капитал общества;

- б) обществом не выкуплены в полном объеме собственные акции, по которым у их владельцев возникло право требовать их выкупа;

- в) на момент выплаты дивидендов общество отвечает признакам несостоятельности (банкротства), определенным правовыми актами РФ, или данные признаки появятся у общества в результате выплаты Дивидендов;

- г) стоимость чистых активов общества меньше суммарной величины его уставного капитала, резервного фонда (капитала) и превышения над номинальной стоимостью определенной уставом ликвидационной стоимости размещенных привилегированных акций либо станет меньше этой величины в результате выплаты дивидендов.

- В техническом плане процедура объявления и выплаты дивидендов в большинстве стран стандартизована и производится в несколько этапов, определяемых последовательно установленными датами:

- дата объявления дивидендов (в этот день принимается решение о размере дивидендов, датах переписи и выплаты; информация обычно публикуется в прессе);

- экс-дивидендная дата (лица, купившие акции до этой даты, имеют

право на дивиденды за истекший период; лица, купившие акции в этот день и позже, такого права не имеют);

дата переписи (в этот день начинают регистрировать акционеров, имеющих право на получение объявленных дивидендов);

дата выплаты (в этот день акционеры могут получить свои дивиденды непосредственно в компании либо им высылаются чеки).

- В России именно эта процедура действий законодательно не закреплена; тем не менее некоторые ее этапы прописаны в законе “Об акционерных обществах”. В частности, в список лиц, имеющих право на получение промежуточных дивидендов, должны быть включены акционеры и номинальные держатели акций, внесенные в реестр акционеров не позднее чем за 10 дней до принятия советом директоров решения о выплате дивидендов, а в список лиц, имеющих право на получение годовых дивидендов, - акционеры и номинальные держатели акций, внесенные в реестр акционеров на день составления списка лиц, имеющих право участвовать в годовом общем собрании акционеров.

- В мировой практике разработан ряд стандартных методик распределения прибыли:

постоянное процентное распределение прибыли (устанавливается целевое значение доли прибыли, выплачиваемой в виде дивидендов);

фиксированные дивидендные выплаты (регулярная выплата дивиденда на акцию в неизменном размере в течение продолжительного времени);

выплата гарантированного минимума и экстра-дивидендов;

выплата дивидендов по остаточному принципу (дивиденды выплачиваются в последнюю очередь, т.е. после удовлетворения всех обоснованных инвестиционных потребностей компании);

выплата дивидендов акциями.

- При выплате дивидендов акциями его (дивиденда) величина объявляется в процентах к текущей рыночной цене акции. В данном случае оттока денежных средств не будет, произойдет лишь перераспределение балансовых

статей в разделе “Собственный капитал”: часть нераспределенной прибыли будет перераспределена между уставным капиталом и эмиссионным доходом. Очевидно, что благосостояние акционеров, равно как и их доли в капитале компании, не изменится, однако рыночная цена акции понизится пропорционально начисленным дивидендам. В отличие от выплаты дивидендов в денежной форме выплата дивидендов акциями более затратно; этот метод используют либо в том случае, когда выплата дивидендов крайне желательна, но у компании нет денежных средств, либо в ситуации быстрого роста компании, когда инвестирование прибыли в собственное производство весьма рентабельно.

- Поскольку дивидендная политика и курс акций взаимосвязаны, в мировой практике разработаны соответствующие варианты действий, в частности дробление, консолидация и выкуп акций. Хотя цель этих действий может быть различной - повышение рыночной стоимости акций фирмы, достижение целевой структуры капитала, приобретение контроля над компанией и др., однако все они имеют общую черту - влияют на величину ожидаемых дивидендов.

15. СПЕЦИАЛЬНЫЕ ТЕМЫ ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА

Обзор ключевых категорий и положений

- Существуют ситуации, когда типовые методики управления финансами вряд ли применимы; в частности, это может быть в периоды инфляции, в случаях реорганизации бизнеса, в периоды финансовых затруднений, включая банкротство. Определенную специфику имеют и международные аспекты финансового менеджмента.
- Инфляция - процесс повышения общего уровня цен в экономике, сопровождающийся снижением покупательной способности денег, или их обесценением. Инфляция не означает автоматический рост цен абсолютно на все товары и услуги. Поскольку даже в периоды значимой инфляции цены на отдельные товары ведут себя неодинаково, возможны ситуации, когда цена на некоторый товар не только не растет, но даже снижается. Открытая инфляция проявляется в продолжительном росте уровня цен, скрытая - в усилении товарного дефицита; первая характерна для рыночной, вторая - для централизованно планируемой экономики.
- В подавляющем большинстве стран цены постоянно растут (например, в США в последние 30 лет темп инфляции в среднем составил около 6 % в год). Безусловно, этот процесс несет в себе отрицательный потенциал; однако главное не в том, есть инфляция или ее нет. Инфляция негативна не сама по себе, а лишь в том случае, если ее темпы достаточно высоки. Позитивный потенциал умеренной инфляции состоит в том, что, обесценивая деньги, она стимулирует инвестиционный процесс.
- Гиперинфляция - инфляция, характеризующаяся исключительно высоким темпом прироста уровня цен. Наибольшую известность получили три подхода к установлению критериальных значений гиперинфляции: темп прироста цен в месяц превышает 50% (Ф. Каган); темп прироста цен в год превышает 100%; пять критериев, определенных Комитетом по международным учетным стандартам (*International Accounting Standards Committee, IASC*). В системе стандартов бухгалтерского учета, разработанных

IASC, два посвящены инфляции: “Информация, характеризующая влияние изменения цен” (*IAS 15*) и “Финансовая отчетность в гиперинфляционной среде” (*IAS 29*).

- Критерии гиперинфляции *IASC* в соответствии с *IAS 29*:

для сохранения достигнутого уровня благосостояния основная часть населения стремится вкладывать свои средства в немонетарные активы (активы, не подверженные влиянию инфляции) или в относительно стабильную иностранную валюту; имеющаяся местная валюта немедленно инвестируется для сохранения покупательной способности;

монетарные активы оцениваются основной частью населения не в местной валюте, а в относительно стабильной иностранной валюте; последняя используется и при объявлении цен на продукцию и потребительские товары;

продажа и покупка товаров в кредит осуществляются по ценам, компенсирующим потерю покупательной способности денег, даже если период, на который выдан кредит, относительно короток;

процентные ставки, заработная плата и цены тесно связаны с индексом цен, т.е. индексируются на темп инфляции;

кумулятивный темп инфляции за трехлетний период приближается к 100% или превышает эту величину.

- Контроль за изменением цен на отдельные виды товаров, а также на потребительские товары в целом осуществляется с помощью индексов цен. Индекс является относительным показателем, характеризующим изменение какого-то показателя, и измеряется либо в долях единицы, либо в процентах. Существует два основных вида индекса цен: частный, или индивидуальный (i_p), и общий, или агрегатный (I_p). Именно последний используется для характеристики инфляции. В статистике разработано несколько алгоритмов расчета агрегатного индекса цен, различающихся системой весовых коэффициентов в формуле расчета. Наибольшую известность получили индексы Карли, Маршалла, Пааше, Ласпейреса, Фишера. В нашей стране

традиционно используется индекс Пааше, предусматривающий взвешивание цен по весам отчетного периода, в качестве которых выступают объемы реализованных товаров в натуральных измерителях. Во многих экономически развитых странах применяется индекс Ласпейреса, предусматривающий взвешивание цен по весам базисного периода.

- Для наглядности характеристики и интерпретации инфляции в зависимости от ее темпов рекомендуется пользоваться темпом инфляции ($I_{pr} = I_p - 100\%$), выраженным в процентах, при значениях индекса инфляции до 200% и собственно индексом, выраженным в разгах, - при более высоких темпах изменения цен. Так, индекс инфляции 120% ($I_p = 120\%$, или $I_p = 1,2$) означает, что цены в среднем увеличились на 20%, или в 1,2 раза; индекс инфляции 360% ($I_p = 360\%$, или $I_p = 3,6$) означает, что цены в среднем увеличились в 3,6 раза (или на 260%). Приводя данные об инфляции, необходимо всегда указывать период, к которому данный темп инфляции относится.

- Индекс цен действительно дает количественную характеристику обесценения денег. Можно продемонстрировать это на следующем простом примере. Предположим, что некоторый товар, например гамбургер (отметим, что демонстрационные примеры с использованием гамбургера или потребительской корзины весьма распространены в специальной литературе, посвященной характеристике покупательной способности денежной единицы), стоил в текущем году в среднем 10 руб. Ожидается, что в следующем году цена на него повысится в среднем на 20%. Допустим, что вы располагаете суммой в 100 руб. Это позволяет купить 10 гамбургеров в текущем году, но лишь 8,33 гамбургера в следующем году. Иными словами, в следующем году на ту же сумму вы сможете купить гамбургеров на 20% меньше ($10 : 8,33$), т.е. ваша сумма денег обесценилась в 1,2 раза, или на 20%.

- Ввиду своей наглядности весьма распространенным для характеристики динамичности изменения цен является применение расчетов, показывающих, как скоро некоторая сумма денег обесценится в два раза, если известен некоторый показатель инфляции. Чаще всего инфляция выражается в

терминах годового или месячного темпа. Последовательность расчетов такова. Имея в виду, что инфляция — это перманентный процесс, при вычислениях следует пользоваться формулой сложных процентов. С помощью этой формулы необходимо найти однодневный темп инфляции, соответствующий известному или прогнозируемому темпу инфляции за период (год, месяц). Далее, пользуясь той же формулой сложных процентов, найденным значением однодневного темпа инфляции и полагая $I_p = 2$, можно найти число дней, за которое деньги обесценятся в два раза.

- Наиболее высокий уровень гиперинфляции, зарегистрированный в мировой экономике, имел место в Венгрии в августе 1945 - июле 1946 г., когда уровень цен за год вырос в $3,8 \cdot 10^{27}$ раз при среднемесячном росте в 198 раз. В России в период с января 1921 по январь 1924 г. цены выросли в $1,24 \cdot 10^5$ раз, что соответствует среднемесячному темпу инфляции 57%.

- Перед финансовыми менеджерами и бухгалтерами всегда стоит вопрос: нужно ли учитывать влияние инфляции, и если да, то как? Ответ на него зависит от темпов инфляции: если они существенны на протяжении достаточно длительного периода, то ответ утвердителен. Можно выделить как минимум две причины, обуславливающие необходимость учета влияния инфляции в подобной ситуации. Во-первых, использование исторических цен (т.е. цен без учета влияния инфляции) влечет за собой занижение себестоимости продукции (в частности, из-за относительной незначительности величины годовой амортизации) и, следовательно, появление инфляционной прибыли, увеличение налога на прибыль и эрозию собственного капитала. Во-вторых, ориентация на исторические цены приводит к искажению отчетных данных (имеется в виду, что эти данные в условиях инфляции не дают реального представления об имущественном и финансовом положении компании с позиции текущего состояния цен), что затрудняет принятие управленческих решений финансового характера.

- Учет инфляции особенно важен для поставщиков финансовых ресурсов, т.е. инвесторов, лендеров, кредиторов, банкиров. Поскольку количественно их

интерес выражается в процентной ставке, именно варьируя ставкой, пытаются противодействовать негативному влиянию инфляции. Осуществляется это путем использования номинальной процентной ставки, превышающей реальную процентную ставку, как минимум, на темп инфляции. Введение темпа инфляции в номинальную процентную ставку, что противодействует снижению совокупной покупательной способности предоставленных клиенту финансовых ресурсов, известно как эффект Фишера.

- В мировой учетно-аналитической практике известно несколько подходов к учету влияния инфляции; среди них: игнорировать в учете, делать пересчет по отношению к стабильной валюте, переоценивать объекты бухгалтерского учета в денежные единицы одинаковой покупательной способности (*General Price Level Accounting, GPL*), переоценивать объекты бухгалтерского учета в текущую стоимость (*Current Cost Accounting, CCA*) и др. Два последних метода достаточно распространены.

- В частности, в США в основе метода *GPL* лежит индекс потребительских цен (*Consumer Price Index, CPI*), который отражает изменение цен к уровню 1967 г.; этот индекс по весьма широкой номенклатуре товаров рассчитывается и публикуется ежемесячно. Алгоритм пересчета по методу *GPL* таков: историческая стоимость актива (т.е. себестоимость) умножается на среднее значение *CPI* в отчетном году и делится на среднее значение *CPI* в году приобретения актива. В соответствии с методом *CCA* учетные объекты отражаются в отчетности по текущим ценам, т.е. по ценам отчетного периода. В любом случае пересчету подлежат лишь немонетарные активы (обязательства).

- Монетарные активы (обязательства) - это учетные объекты, которые либо находятся в форме денег, либо будут оплачены или получены в виде оговоренной суммы денег. Такие объекты в силу своей природы отражаются в учете и отчетности в текущей денежной оценке и не требуют переоценки исходя из долгосрочного изменения покупательной способности денежной

единицы. К ним относятся денежные средства в кассе и на расчетном счете, депозиты, финансовые вложения, расчеты с дебиторами и кредиторами.

- Немонетарные активы (обязательства) - это учетные объекты, реальная денежная оценка которых меняется с течением времени и изменением цен. В силу своей природы эти объекты должны периодически переоцениваться. К ним относятся основные средства, нематериальные активы, производственные запасы, обязательства перед контрагентами, которые должны быть погашены товарами или услугами.

- Балансовые уравнения, характеризующие финансовое положение предприятия, при использовании различных методик учета инфляции имеют вид:

при ведении учета в неизменных ценах (по себестоимости):

$$M + N = E + L$$

при ведении учета в денежных единицах одинаковой покупательной способности (методика *GPL*):

$$M + N (1 + r) = E (1 + r) + L + r (L - M);$$

при ведении учета в текущих ценах (методика *ССА*):

$$M + \sum N_i (1 + r_i) = E + L + \sum N_i * r_i ,$$

где M - монетарные активы;

N - немонетарные активы;

r - темп инфляции;

r_i - темп изменения цен по i -му немонетарному активу (группе активов).

- В условиях инфляции финансовые решения имеют определенную специфику: усложняется планирование, возрастает потребность в дополнительных источниках финансирования, увеличиваются процентные ставки по кредитам и займам, снижается роль заемного капитала как источника финансирования деятельности компании, появляется необходимость тщательной диверсификации собственного инвестиционного портфеля, усложняется интерпретация отчетности потенциальных

контрагентов, существенно возрастает значимость методов, стимулирующих ускорение оборачиваемости средств в расчетах.

- Следует отличать индекс цен как меру инфляции от индекса цен на конкретный товар или группу товаров. Поскольку любое крупное предприятие, как правило, имеет соответствующую номенклатуру сырья и материалов, цены на которые не обязательно ведут себя идентично, для целей финансового планирования приходится отслеживать и использовать множество индексов цен.
- Качество управленческих решений в значительной степени определяется достоверностью имеющейся информационной базы. Инфляция искажает отчетные данные, поэтому в отношении некоторых активов, наиболее чувствительных к изменению цен и значимых в плане характеристики имущественного и финансового положения компании, разработаны специальные методы, снижающие искажающий эффект инфляции. Речь идет о трех видах активов: основные средства, производственные запасы и дебиторская задолженность.
- Основным методом преодоления негативного влияния инфляции в отношении основных средств является их переоценка и расчет амортизационных отчислений исходя из восстановительной стоимости. В России такая переоценка делается по усмотрению предприятий с помощью индексов дефляторов или путем приглашения экспертов организаций, специализирующихся на переоценках. В условиях умеренной инфляции достаточно эффективен метод ускоренной амортизации.
- В России механизм ускоренной амортизации может быть реализован одним из двух подходов. Первый подход заключается в увеличении линейной нормы амортизационных отчислений (но не более чем в два раза) для некоторых видов машин и оборудования. Здесь списание стоимости происходит равномерно, сокращается лишь срок списания. Второй подход подразумевает применение специализированных методов ускоренной амортизации (демонстрационные варианты двух подобных методов - метода

уменьшаемого остатка и метода списания стоимости по сумме числа лет срока полезного использования - приведены в ПБУ 6/97). Здесь происходит перераспределение средней величины годовых амортизационных отчислений таким образом, чтобы она была относительно большей в первые годы и убывала с течением лет. В наиболее завершенном виде второй подход реализован в американской системе ускоренного возмещения затрат в основные средства (*Modified Accelerated Cost Recovery System, MACRS*). Эффект от применения специализированных методов ускоренной амортизации достигается тогда, и только тогда, когда они увязаны с налоговым законодательством; в этом случае предприятие, во-первых, получает бесплатный налоговый кредит и, во-вторых, заинтересовано в постоянном обновлении своей материально-технической базы (для того, чтобы вновь и вновь пользоваться повышенными нормами амортизации), т.е. эти методы способствуют оживлению инвестиционного процесса.

- Нормативными документами предусматриваются различные способы списания производственных запасов при их потреблении; наиболее распространены методы ЛИФО, ФИФО, средних цен. Метод ЛИФО предполагает списание запасов на себестоимость по ценам последних партий, т.е. он дает относительно более точную (с позиции текущих цен) оценку себестоимости, но искажает оценку выходных запасов, показанных в отчетности. Метод ФИФО предполагает списание на себестоимость запасов по ценам первых партий. Он уточняет выходные запасы и искажает оценку себестоимости. Метод средних цен занимает промежуточное положение между методом ФИФО и методом ЛИФО. В условиях инфляции рекомендуется метод ЛИФО. Метод ЛИФО и метод средних цен могут применяться в двух модификациях — в зависимости от того, ведется ли расчет однократно по истечении отчетного периода или непрерывно по мере отпуска запасов в производство.

- Дебиторская задолженность представляет собой, по сути, иммобилизацию, т.е. отвлечение из хозяйственного оборота, собственных оборотных средств

предприятия. Естественно, что этот процесс сопровождается косвенными потерями в доходах предприятия, относительная значимость которых тем существеннее, чем выше темп инфляции. Противодействие негативному влиянию инфляции осуществляется путем варьирования политики кредитования своих покупателей. Возможные методы: предоплата, оплата за наличный расчет, оплата с отсрочкой платежа. Первые два метода наиболее предпочтительны в условиях инфляции, однако наиболее распространен третий метод. Тем не менее и при оплате с отсрочкой платежа возможно сокращение периода иммобилизации за счет предоставления клиентам скидки за относительно быструю оплату продукции. Расчет предполагаемой скидки базируется на определении относительной величины косвенного дохода, рассчитываемой с помощью прогнозных значений индекса цен и процентной ставки по краткосрочным кредитам банка.

- Занятие бизнесом - весьма рискованная операция, поэтому никакая компания не застрахована от возможного банкротства. В мировой практике известны два основных подхода к прогнозированию банкротства: модель Альтмана и система критериев оценки возможного банкротства. Именно второй подход нашел отражение в отечественной практике оценки и прогнозирования так называемой неудовлетворительной структуры баланса, являющейся предвестником возможного банкротства.
- Суждение о степени удовлетворительности структуры баланса делается на основании двух критериев. Согласно Постановлению Правительства РФ от 20 мая 1994 г. №498 структура баланса признается неудовлетворительной, если коэффициент текущей ликвидности меньше 2 или коэффициент покрытия оборотных активов собственными оборотными средствами меньше 10%. Следует отметить, что подобная оценка не имеет юридических последствий и призвана играть информационно-советующую роль. Кроме того, признание структуры баланса неудовлетворительной не обязательно означает, что предприятие находится в предбанкротном состоянии.
- Банкротство представляет собой юридическую процедуру, поэтому

никакие значения аналитических коэффициентов не могут служить основанием для объявления предприятия банкротом. Согласно закону внешним признаком банкротства является приостановление предприятием текущих платежей в случае, если оно не обеспечивает или заведомо не способно обеспечить требования кредиторов в течение трех месяцев со дня наступления сроков их исполнения. Дело может быть возбуждено арбитражным судом, если требования к должнику (юридическому лицу) в совокупности составляют не менее 500 МРОТ.